



*Ecole Doctorale
Droit et Sciences Humaines (DSH)*

THÈSE

de doctorat en droit
soutenue le 26 septembre 2016

VÉRONIKA SHEYKOVA

" Le préjudice financier "

DIRECTEUR DE RECHERCHE

Monsieur Charley HANNOUN

Professeur des Universités - Université de Cergy-Pontoise

MEMBRES DU JURY

Madame Anastasia SOTIROPOULOU

Professeur des Universités - Université Jean Monnet Saint-Etienne

Madame Caroline PELLETIER

Professeur des Universités - Université de Cergy-Pontoise

Président du jury

Monsieur Sébastien NEUVILLE

Professeur des Universités - Université Toulouse Capitole

Avertissement

L'Université 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

AEDBF	Association européenne pour le droit bancaire et financier
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
CMF	Code monétaire et financier
C. pén.	Code pénal
C. proc. pén.	Code de procédure pénale
CA	Cour d'appel
CESR	Committee of European Securities Regulators
CJCE	Cour de justice des Communautés européennes
CJUE	Cour de justice de l'Union européenne
Comm.	Commentaire
Comp.	Comparer
DC	Décision du Conseil constitutionnel
DICI	Document d'information clé pour l'investisseur
Directive MIF	Directive Marchés d'instruments financiers
Dr. et patr.	Droit et patrimoine
Dr. pén.	Droit pénal
Dr. sociétés	Droit des sociétés
FIA	Fonds d'investissement alternatifs (relevant de la Directive 2011/61/UE)

Gaz. Pal.	Gazette du Palais
OICV	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
LPA	Les Petites Affiches
MIF	Directive Marchés d'instruments financiers
OPC	Organisme de placement collectif
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
PSI	Prestataire de services d'investissement
PRIIPS	Produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance
RDC	Revue des contrats
RDBF	Revue de droit bancaire et financier
Rev. sociétés	Revue des sociétés
RG AMF	Règlement général de l'AMF
RJ com.	Revue de jurisprudence commerciale
RTD civ.	Revue trimestrielle de droit civil
RTD com.	Revue trimestrielle de droit commercial
RTDF	Revue trimestrielle de droit financier
S.	Sirey
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
T. com.	Tribunal de commerce
T. corr.	Tribunal correctionnel
TGI	Tribunal de grande instance
UE	Union européenne

Sommaire

Introduction

Chapitre préliminaire

Section 1 Détermination de la victime – « l’investisseur »

Section 2 Détermination du caractère financier du préjudice

Première partie

Identification du préjudice financier

Titre I Identification du préjudice financier en tant que résultat d’un processus dommageable

Chapitre I Difficultés d’identification au regard des caractères d’un préjudice réparable

Chapitre II Possibilité d’identification par la distinction entre dommage et préjudice

Titre II L’établissement du préjudice financier suivant son orgine

Chapitre 1 L’établissement du préjudice en cas de faute provoquant une décision d’investissement ou causant directement le préjudice

Chapitre 2 La question de l’établissement d’un préjudice indemnisable en cas de délit d’initié

Seconde partie

Indemnisation du préjudice financier

Titre I Adaptation possible des règles relatives à l’étendue du préjudice financier

Chapitre I L’adaptation possible des règles de preuve

Chapitre II L’adaptation possible des règles d’évaluation

Titre II Introduction nécessaire d’un régime spécifique adapté à l’exercice du droit d’indemnisation

Chapitre I Examen de l’efficacité des règles de fond et de procédures existantes

Chapitre II Vers l’introduction de régimes d’indemnisation spéciaux

1. Parmi les nombreuses affaires concernant l'application du droit financier moins de dix décisions de principe concernent directement l'indemnisation du préjudice financier. Il est d'ailleurs légitime de se demander, à l'instar de M. Martin, si le système actuel est vraiment efficace sachant que pour plus de

200 sanctions prononcées par l'AMF depuis 2004 pour diffusion de fausses informations dans le public, correspondent seulement une dizaine d'actions civiles¹. Malgré l'importance pratique que revêt l'indemnisation du préjudice financier, le législateur ne s'est pas préoccupé de cette question. Au niveau européen, l'harmonisation des pratiques de marché et la protection des investisseurs n'a pas été accompagnée d'une réglementation spécifique à l'indemnisation des préjudices. À la différence, en matière de préjudices concurrentiels, le législateur européen a adopté une directive relative aux actions en dommages et intérêts pour les infractions aux dispositions du droit de la concurrence². Pourtant, bien que dans des termes différents, le préjudice financier et le préjudice concurrentiel posent les mêmes problèmes liés à l'identification, à la preuve et à l'évaluation du préjudice³. Si ces problèmes spécifiques ont justifié aux yeux de la Commission l'intervention dans le domaine du droit de la concurrence, dans le secteur financier l'accent est plutôt mis sur la prévention des préjudices sans se préoccuper de leur indemnisation. Nous aurons l'occasion d'examiner en détail le formalisme relatif à l'information des investisseurs, mais il est important de noter que ce formalisme s'efforce d'éviter une opération financière non souhaitée et d'éviter ainsi la réalisation d'un préjudice.

2. En l'absence de régime d'indemnisation spécifique, la jurisprudence a dû adapter le droit commun de la responsabilité. L'application du droit commun dans le contexte financier a très vite montré ses limites du fait de la difficulté de réunir les conditions d'un préjudice indemnisable, à savoir une faute, un préjudice et un lien de causalité entre la faute et le préjudice. L'importance pratique de caractériser un préjudice réparable nous a conduit à consacrer plusieurs développements importants non seulement au préjudice, mais aussi au lien

« Comme milieu, le juste est une moyenne entre certaines choses (c'est-à-dire le trop et le trop peu) et comme équitable, il est un équilibre entre deux quantités, mais en tant que tel, il est juste pour certaines personnes. [...] En effet, si les personnes ne sont pas égales, elles ne peuvent obtenir des parts égales. »

Aristote, Ethique à Nicomaque, « La Justice »

¹ D. Martin, Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard, Droit bancaire et financier Mélanges AEDBF-France VI, Sous la direction d'Alain Gourio et Jean-Jacques Daigre, p. 399 et s.

² 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 national pour les infractions aux dispositions du droit de la concurrence des États membres et de l'Union européenne

³ Muriel Chagny, Vues plurielles sur le contentieux des dommages concurrentiels, Revue Lamy de la Concurrence, 2005, n° 5

de causalité. La preuve de celui-ci constitue un obstacle majeur empêchant l'indemnisation intégrale du préjudice subi. Quant à la faute, condition *sine qua non* de l'indemnisation, elle sort du domaine de la présente étude. Toutefois, en raison de l'influence qu'elle exerce sur la caractérisation du préjudice, quelques développements particuliers lui sont consacrés lorsque cela nous a paru nécessaire.

3. La jurisprudence a surmonté les difficultés de preuve du lien de causalité par le recours à la notion de perte de chance. Entre le choix difficile du tout ou rien, la jurisprudence préfère allouer une réparation partielle à une victime qui n'arrive pas à prouver son préjudice. La logique indemnitaires a favorisé la prolifération du préjudice de perte de chance. Cependant, la victime n'est pas indemnisée de la totalité de son préjudice que l'on appelle le préjudice final, mais d'une partie seulement de celui-ci calculée en fonction de la chance de voir une éventualité favorable se réaliser. Appliquée dans le domaine financier, la perte de chance a surtout constitué un moyen commode d'éviter les problèmes épineux liés à la preuve du lien de causalité.

4. Malgré la commodité du système actuel, il faut évoquer l'injustice à laquelle conduit l'application systématique de la notion de perte de chance. En premier lieu, cette application conduit nécessairement à une uniformisation des préjudices financiers subis et empêche de prendre en compte leurs particularités⁴. Or, il existe bien des différences entre les préjudices financiers qu'il faut prendre en compte au moment de leur identification et surtout au stade de leur évaluation. En effet, traiter de la même manière des préjudices différents ne permet pas une indemnisation équitable. Il faut avouer aussi la difficulté d'évaluer avec précision la *chance perdue*. En effet, la notion même de perte de chance implique en soi une approximation liée au calcul de la chance perdue. Cette imprécision de l'évaluation pourrait justifier l'application de la perte de chance en tant que préjudice de remplacement lorsque le préjudice ne peut pas être prouvé. Les préjudices en matière financière sont le plus souvent des préjudices patrimoniaux et malgré les difficultés de chiffrer exactement le montant du préjudice subi, ils méritent une analyse plus approfondie que la simple application de la notion de perte de chance. Eu égard à toutes ces remarques, avant même de passer à l'analyse concrète du préjudice financier, l'étude montra la fragilité du système actuel qui applique de manière généralisée la perte de chance.

⁴ V. D. Martin, La réparation du préjudice des investisseurs en cas de fausse information, JCP E 2010, n° 36, 1777

5. Les travaux consacrés au préjudice financier ne sont pas nombreux. Il faut cependant citer l'intéressante thèse de M. Spitz, centrée sur la réparation des préjudices boursiers⁵. Sur le terrain des conditions de l'indemnisation, la thèse analyse les différents types de préjudices par rapport aux conditions du marché financier et à la volonté de l'investisseur⁶. Cette thèse ne traite que le *préjudice boursier* qui peut constituer une sous-catégorie du préjudice financier.

6. Il faut citer aussi le rapport de l'AMF (Autorités des marchés financiers) présenté en 2011 sur l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs. Ce rapport a été élaboré par un groupe de travail présidé par M. Jacques Delmas-Marsalet et Mme Martine Ract-Madoux, tous les deux membres du Collège de l'AMF à l'époque. Le rapport met en évidence les difficultés de preuve et d'évaluation du préjudice, mais il s'attache plus aux questions procédurales qu'à des questions de fond. Sur les questions de fond, il faut citer le rapport du *Club des juristes* paru en 2014 relatif à l'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées, qui propose une nouvelle méthodologie de calcul du préjudice par l'identification des préjudices réparables⁷.

7. La présente thèse effectue aussi une distinction entre deux types de préjudices qui s'opère cependant en fonction du dommage causé. En ce qui concerne la procédure, la thèse examine aussi bien les différentes solutions qui s'ouvrent à l'investisseur en application des règles existantes que les évolutions possibles en la matière.

8. La différence fondamentale concerne le domaine de l'étude. La thèse de M. Spitz et les deux rapports cités examinent les solutions possibles dans l'hypothèse du préjudice subi sur les marchés financiers et plus spécifiquement sur les marchés réglementés, alors que nos développements visent le préjudice *financier* en général. Sur le plan méthodologique, l'étude cherche à ériger une théorie générale du préjudice financier et pas seulement du préjudice boursier.

9. L'élargissement du domaine du préjudice nous a paru nécessaire du fait du changement des techniques d'investissements. On constate que les particuliers investissent leur épargne de

⁵ N. Spitz, La réparation des préjudices boursiers, thèse Paris I, sous la dir. d'A. Pietrancosta, La revue Banque 2010

⁶ V. sur ce sujet *infra* n°853 et s.

⁷ Le rapport est disponible sur le Site Internet du Club des juristes

plus en plus rarement en valeurs mobilières directement⁸ en préférant les organismes de placement collectif ou les assurances sur la vie en unités de compte. L'investissement sur les marchés réglementés reste plutôt réservé aux investisseurs institutionnels. Cependant, ceux-ci interviennent largement sur les marchés de gré à gré (OTC) ou investissent dans des instruments qui ne sont pas des instruments financiers légalement⁹. Cette réalité nous permet d'admettre que l'analyse du préjudice ne peut pas être circonscrite par le lieu d'échanges. Depuis quelques années les schémas d'investissement changent beaucoup plus rapidement que la réglementation qui les encadre. Les techniques d'investissement deviennent de plus en plus sophistiquées et incompréhensibles pour certaines catégories d'investisseurs. L'inintelligibilité de l'investissement réalisé peut donner lieu à un préjudice différent du préjudice réalisé sur un marché financier. Ce préjudice ne peut pas être qualifié de « boursier », mais son caractère financier ne peut pas être nié. Par conséquent, il est nécessaire d'évoquer avant tout l'importance de l'identification du préjudice financier et de rechercher ensuite un régime d'indemnisation adapté à la situation de l'investisseur et au contexte financier.

10. En ce qui concerne les solutions possibles d'indemnisation, le terme utilisé « *indemnisation* » évoque les dommages et intérêts alloués dans le cadre de la responsabilité civile, contractuelle ou délictuelle. La responsabilité civile semble la seule solution possible pour réparer le préjudice financier. On notera que le droit américain financier offre plus de « *remedies* » (remèdes)¹⁰ aux investisseurs ayant subi un préjudice à la suite de la publication d'une fausse information dans un prospectus et notamment la possibilité de demander la résolution de l'opération (« *rescission* »)¹¹. Le droit civil français offre aussi plusieurs remèdes possibles en matière contractuelle. En cas de défaillance du débiteur, le créancier peut choisir entre plusieurs solutions différentes (résolution, exécution forcée ou exception d'inexécution). Dans certaines circonstances celles-ci peuvent s'avérer beaucoup plus avantageuses qu'une action en responsabilité. Il ne faut pas oublier aussi que la protection du consentement contre les vices du consentement est assurée par la nullité du contrat qui n'aurait pas été conclu en l'absence du vice¹². Or, sachant que l'une des fonctions du dispositif d'information financière est d'assurer la prise d'une décision d'investissement en

⁸ La LETTRE de l'Observatoire de l'épargne de l'AMF, Mars 2014, n° 7, « Mi-2013, seulement 4,5% de l'épargne financière des ménages français étaient directement placés en actions cotées ».

⁹ Les instruments financiers sont énumérés dans une liste limitative (v. Article D211-1 A du CMF). Un instrument qui ne fait pas partie de la liste ne peut pas être considéré comme un instrument financier.

¹⁰ Marc I. Steinberg, *Securities Regulation: Liabilities and Remedies*, 1984, § 6, 04

¹¹ Section 12(a)2 de Securities Act de 1933 qui sera examinée *infra* n°752 et s.

¹² Art. 1117 du Code civil

pleine connaissance de cause¹³, il est légitime de se demander si la seule possibilité d'indemnisation ne serait pas trop réductrice et notamment s'il serait possible de revenir à la situation de l'investisseur avant la prise de sa décision. En application du droit commun des contrats, le retour au *statu quo ante* est possible par la résolution et la nullité du contrat. Cependant, ces sanctions imposent en principe des restitutions réciproques. Or, les restitutions ne sont pas toujours possibles, car il est assez fréquent que l'achat d'instruments financiers soit suivi d'une revente. En outre, il ne faut pas oublier que la logique des marchés financiers et notamment la nécessité d'assurer la sécurité des transactions passées sur les marchés financiers empêchera une restitution. En effet, un ordre déjà exécuté sur le marché Euronext ne peut pas être annulé sauf à l'initiative de l'Entreprise de Marché d'Euronext Compétente dans des cas bien précis¹⁴. Ce qui rend généralement impossible la restitution d'un instrument déjà cédé au moment où le juge statue sur l'indemnisation du préjudice subi. Dès lors, la réparation du préjudice par l'allocation de dommages-intérêts constitue la solution la plus concevable. Cependant, lorsqu'une autre solution s'avère plus adaptée à la situation de l'investisseur ou au contexte financier, elle sera aussi examinée. Ces éléments mettent en exergue la nécessité d'évaluer les mécanismes d'indemnisation à travers le prisme de la logique financière.

11. L'examen des mécanismes d'indemnisation adaptés et les évolutions nécessaires dans le domaine de l'indemnisation du préjudice financier sera précédé de l'analyse concrète du préjudice financier lui-même. Dès lors, nos développements s'articulent autour de deux lignes principales – l'identification du préjudice financier et la recherche de procédures d'indemnisation adaptées. Ces développements nécessitent au préalable de définir dans un chapitre préliminaire d'une part l'investisseur et, d'autre part, le caractère financier du préjudice : *Chapitre préliminaire : Détermination du concept « préjudice financier » ;*

Première partie : L'identification du préjudice financier ;

Seconde partie : L'indemnisation du préjudice financier.

¹³ J. Chacornac, Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers, thèse 2012 Paris II, sous la dir. de F. Drummond, v. la fonction prédictive, selon l'auteur, de l'information financière

¹⁴ Règles de marché d'Euronext, Livre I Règles harmonisées, v. art. 4403/3. L'ordre peut être annulé à la seule initiative de l'Entreprise de marché d'Euronext compétente en cas d'infraction des règles relatives au fonctionnement d'un marché équitable, ordonné et efficace ; de conditions incorrectes de négociation ou à la suite d'une erreur matérielle manifeste. En outre, à la demande d'une des contreparties :

(i) l'Entreprise de Marché d'Euronext Compétente peut pour certains types de Titres annuler des Transactions effectuées à un cours aberrant ; ou

(ii) l'Entreprise de Marché d'Euronext Compétente peut annuler des Transactions avec l'accord de la contrepartie, sur la base des explications fournies par le membre concerné.

Chapitre préliminaire

Détermination du concept « préjudice financier »

12. Le terme de préjudice financier évoque une catégorie de préjudice patrimonial. Le terme renvoie aussi plus spécifiquement au préjudice subi par une personne du fait d'un investissement sur les marchés financiers. Le terme a déjà été utilisé dans ce sens¹⁵. Il s'agit d'un préjudice lié aux marchés financiers, mais le préjudice financier ne se résume pas au préjudice boursier. Il est donc nécessaire de bien préciser le concept même de préjudice financier. L'étude de ce concept est facilitée par l'examen de la victime même du préjudice et de son caractère financier :

Section 1 : Détermination de la victime – « l'investisseur » ;

Section 2 Détermination du caractère financier du préjudice.

Section 1 Détermination de la victime – « l'investisseur »

13. Le Code monétaire et financier utilise plusieurs termes différents pour désigner l'investisseur, tels que client, épargnant, participant au marché, opérateur averti ou profane. Cette *richesse terminologique*¹⁶ n'aide pas pour cerner la notion d'investisseur. D'ailleurs, le Code monétaire et financier ne définit que l'investisseur qualifié¹⁷, mais cette définition n'est pas d'une très grande utilité car elle distingue seulement les investisseurs qualifiés, disposant des compétences nécessaires pour comprendre les risques, des autres investisseurs. Quant au terme « épargnant », il est toujours utilisé¹⁸, même s'il est remplacé de plus en plus par celui d'investisseur¹⁹. Le Professeur Causse évoque le fait que le terme d'investisseur montre un choix dynamique effectué par l'investisseur – la loi elle-même évoque l'épargne investie dans

¹⁵ V. 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 Avril 2015, n° 15, doct. 455

¹⁶ A. Tehrani, Les investisseurs protégés en droit financier, thèse, Paris II, sous la dir. de T. Bonneau, n° 6

¹⁷ L411-2 du CMF : « *Un investisseur qualifié est une personne ou une entité disposant des compétences et des moyens nécessaires pour appréhender les risques inhérents aux opérations sur instruments financiers* ».

¹⁸ V. Rapport du groupe de travail présidé par Jacques Delmas-Marsalet et Martine Ract-Madoux relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs

¹⁹ V. H. Causse, L'investisseur, in Mélanges offerts au Professeur Calais-Auloy, Dalloz, 2003

des instruments financiers à l'article L621-1 du Code monétaire et financier²⁰. Le droit européen contribue aussi à l'enrichissement du vocabulaire. La Directive Marchés d'instruments financiers (MIF)²¹ a introduit les catégories de clients professionnels et non professionnels et les contreparties éligibles afin de déterminer les degrés de protection propre à chaque catégorie. Ces termes ne posent pas réellement de problèmes car il est possible de considérer qu'ils constituent des sous-catégories d'investisseurs. Cette approche peut être confirmée à la lecture du Règlement dit PRIIPS²² qui renvoie pour la notion d'*investisseurs de détail* à la définition de client de détail de la directive MIF²³.

14. En outre, la directive Abus de marché²⁴ utilise les termes d'investisseurs, de public et de détenteurs de valeurs mobilières. Toutefois, l'utilisation de chaque terme peut être justifiée. S'agissant des « détenteurs de valeurs mobilières », la Directive précise dans son préambule que leurs droits doivent être protégés en cas d'offre publique d'acquisition ou de fusion²⁵. Les détenteurs de valeurs mobilières sont tout simplement des actionnaires²⁶. De même, sachant que la directive a pour objectif de promouvoir la confiance du public dans les marchés européens²⁷, le « public », visé dans la Directive, englobe toutes les personnes qui sont susceptibles de devenir des investisseurs. En d'autres termes, le public visé dans la Directive inclut les personnes qui ont déjà investi, ainsi que tous les investisseurs potentiels. L'appréhension de la notion d'investisseur se complique car il est parfois qualifié de consommateur²⁸ et protégé en tant que tel en cas de commercialisation à distance de produits financiers²⁹.

²⁰ *Id.*

²¹ Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004

²² Règlement n° 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil du 26 novembre 2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance

²³ Art. 4, point 6 du règlement précité. Le règlement plus précisément à la Directive 2014/65/UE (MIF 2).

²⁴ Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003

²⁵ Cons. n° 27

²⁶ Selon certains auteurs, l'associé doit être distingué du simple investisseur « bailleur de fonds » qui n'est pas animé par l'*affectio societatis*. V. C. Champaud, Le pouvoir de concentration de la société par actions, Sirey 1962, n°36 ; D. Schmidt, Les Droits de la minorité dans la société anonyme, Sirey 1970, n°12 ; F-X. Lucas, Les actionnaires ont-ils tous la qualité d'associé ?, Rev. dr. banc. et fin., 2002., p. 216. Le terme de bailleur de fonds a été repris par la Cour de cassation. Celle-ci a validé une opération de portage dans un arrêt de la Chambre commerciale du 16 novembre 2004, Rév. Société 2005, p. 595, note Le Nabasque, La distinction entre l'actionnaire et l'investisseur ne sera pas examinée dans cette étude car elle est sans incidence de point de vue du préjudice subi.

²⁷ V. Cons. 2 de la Directive Abus de marché

²⁸ Sur la différence entre les deux notions v. *infra* n°978 et s.

²⁹ V. la Directive 2004/209/CE, transposée aux articles L121-26 et s. du Code de la consommation

15. Il est possible d'aller au-delà de la richesse terminologique et de cerner la notion d'investisseur. On peut constater que ce qui caractérise l'investisseur c'est sa décision d'investissement (§1) qui l'expose à un risque (§2).

§1. La décision d'investissement

16. La décision d'investissement peut être analysée par rapport à son objet et à sa cause. La décision a pour objet la passation d'un acte d'investissement (A) ayant une finalité bien déterminée (B).

A/ L'investisseur en tant qu'auteur d'un acte d'investissement

17. Certains auteurs ont défini la notion de l'investisseur en droit privé et fiscal de la manière suivante : « *l'investisseur est la personne qui, par une acquisition à titre onéreux, devient propriétaire d'un objet d'investissement et le conserve pendant une certaine durée*³⁰ ». Cette définition est certainement très utile pour les objectifs du droit fiscal et notamment s'agissant de la durée de l'investissement. Le droit fiscal distingue en effet les détentions à court et à long terme. En droit financier, la durée de l'investissement ne caractérise pas l'investisseur³¹. En outre, si on prend l'exemple du trading à haute fréquence on voit qu'un ordre peut être passé et annulé quelques micros secondes plus tard. Pourtant, c'est bien un investisseur qui réalise ces opérations.

18. Concernant la propriété, elle ne peut non plus constituer un critère déterminant. En effet, dans certaines hypothèses celui qui investit n'est pas le propriétaire des instruments financiers. Tel est le cas de l'assurance-vie en unité de compte³². Dans ce cas de figure, c'est la compagnie d'assurance et non pas le souscripteur, qui est le propriétaire des titres inscrits en unités de compte.

³⁰ J. Ledan, L'investisseur en droit privé et en droit fiscal français, avant-propos D. Tricot, préf. H.Causse, PUAM, coll. du Centre d'études fiscales 2009, p. 369

³¹ Dans ce sens A. Tehrani, Les investisseurs protégés en droit financier, Thèse Paris II, sous la dir. de T. Bonneau, n° 294

³² Les unités de compte constituent des supports d'investissement. Il n'existe pas de définition légale du terme. Le Code des assurances prévoit à l'article L.131-1 que les le capital ou la rente peuvent être exprimés en unités de compte constituées de valeurs mobilières ou d'autres d'actifs offrant une protection suffisante. Le souscripteur recevra au terme du contrat un capital correspondant à la valeur des instruments inscrits sur l'unité de compte. Le souscripteur subit le risque de la baisse de la valeur des instruments faisant partie des unités.

19. Selon la définition proposée par M. Tehrani, l'investisseur est un sujet de droit, pourvu de la personnalité juridique, apte à passer des actes juridiques³³. L'un des critères qui permet de qualifier l'investisseur selon M.Tehrani c'est la réalisation d'un acte d'investissement³⁴. L'investisseur sera selon l'auteur la "*personne physique ou morale auteur d'un acte d'investissement pour compte propre, ou la personne pour le compte de laquelle un acte d'investissement a été formé*"³⁵. Afin de cerner la notion d'investisseur, le Professeur Causse évoque aussi la décision d'investissement³⁶ : « *est acquis à l'investissement celui qui décide d'investir* ».

20. La méthode utilisée pour définir l'investisseur rappelle celle du droit commercial qui recourt à la notion d'acte de commerce afin de définir les commerçants. L'article L121-1 du Code de commerce définit les commerçants comme « *ceux qui exercent des actes de commerce et en font leur profession habituelle* ». Cependant, pour être investisseur la répétition des actes d'investissement ne doit pas être nécessaire.

21. Étant donné que l'acte d'investissement n'est pas défini légalement, il faut savoir ce que constitue un acte d'investissement. M. Lagarde définit l'acte d'investissement comme « *l'acte par lequel un individu immobilise un actif, en général du numéraire, en vue d'obtenir un accroissement, au moins en valeur de celui-ci* »³⁷. On voit que l'importance est mise sur le fait que l'investisseur prend une décision d'investir dans une finalité particulière.

³³ A. Tehrani, op. cité

³⁴ Id., n°351 et s., n°452

³⁵ Ibid., n°358

³⁶ H. Causse, L'investisseur, in Mélanges offerts au Professeur Calais-Auloy, Dalloz, 2003

³⁷ X. Lagarde, L'acte d'investissement. Du contrat à l'acte juridique, in Les concepts émergents en droit des affaires » sous la dir. E. Le Dolley, coll. Droit & Economie, 2010, p. 281

B/ La finalité de la décision d'investissement

22. L'investisseur prend une décision qui a pour finalité la réalisation d'un bénéfice. Cette finalité illustre bien l'aspect de l'opération d'investissement³⁸. Cependant, une vision complète de cet aspect nécessite deux précisions.

23. D'une part, peu importe la qualité de l'investisseur (simple particulier, dirigeant de société, investisseur institutionnel), « *la seule réalité qui l'intéresse est celle du profit*³⁹ ». Il ne s'agit pas par conséquent d'un acte de consommation même si la décision d'investir peut être prise par une personne physique. Le gain attendu de l'investissement peut être assez varié – il peut s'agir de revenus, fixes ou périodiques, de plus-values. L'acte d'investissement peut être aussi à but fiscal. Le profit réalisé peut consister en une économie d'impôts. L'investisseur peut ainsi soit bénéficier d'une réduction d'impôt, soit éviter une imposition donnée⁴⁰.

24. La réalisation de d'investissement peut nécessiter la passation de plusieurs contrats distincts. Il est important de prendre en compte la décision d'investir elle-même, car cela permet d'appréhender l'opération financière dans son intégralité et de ne pas prendre en compte les actes passés individuellement. Par exemple, l'investisseur peut passer un contrat de prêt (ligne de découvert) en même temps que l'ouverture d'un compte-titres et l'achat d'instruments financiers. C'est la raison pour laquelle il faut analyser l'acte d'investissement dans sa globalité et non les contrats conclus séparément⁴¹. L'avantage est qu'il sera possible de prendre en compte l'intégralité d'un montage financier pour l'identification du préjudice. L'approche globale est suivie au niveau européen. La nouvelle directive MIF II⁴² a ajouté une disposition relative aux *ventes croisées*⁴³. La directive prévoit que lorsque l'entreprise d'investissement propose un service dans le cadre d'une offre groupée elle doit indiquer au client s'il est possible d'acheter séparément les différents éléments. En outre, il faut fournir une information concernant les risques associés de l'offre groupée et notamment s'ils sont

³⁸ V. C. Causse, op. cité

³⁹ *Id.*

⁴⁰ Plusieurs Organisme de placement collectifs permettent une défiscalisation et notamment les Fonds d'investissement de proximité (FIP) et les Fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI), V. Article 199 terdecies-0 A du CGI qui accorde une réduction d'impôt

⁴¹ X. Lagarde, L'acte d'investissement, op. cité

⁴² Directive 014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 (MIF II)

⁴³ La vente croisée est définie par la directive MIF II : « *le fait de proposer un service d'investissement avec un autre service ou produit dans le cadre d'une offre groupée ou comme condition à l'obtention de l'accord ou de l'offre groupée* »

susceptibles d'être différents de ceux associés aux différents éléments pris séparément et déterminer comment l'interaction modifie le risque⁴⁴.

La précision relative au risque est très importante car la décision d'investissement s'identifie aussi par rapport au risque attaché à l'objet de l'investissement⁴⁵.

§2 Le risque d'investissement

25. En contrepartie des gains escomptés, l'investisseur supporte un risque lié à l'objet de son investissement⁴⁶. En effet, la présence du risque justifie la protection spécifique de l'investisseur (A) et constitue le signe distinctif de l'acte d'investissement (B).

A/ L'existence du risque financier – justification de la protection de l'investisseur

26. L'investisseur se définit non seulement par rapport à l'acte qu'il réalise mais aussi par rapport à son objet. Ainsi, l'investisseur se caractérise aussi par l'objet de l'acte qu'il effectue⁴⁷ – l'investissement en produits ou instruments financiers⁴⁸. Cependant, l'objet de l'acte d'investissement ne pourrait pas à lui seul servir de critère de définition de l'investisseur. Ce critère manque de précision du fait de l'absence de définition légale de la notion d'instrument financier. Le Code monétaire et financier ne définit pas l'instrument financier, on y trouve juste une liste limitative qui énumère les instruments qui sont considérés comme des instruments financiers. En effet, la catégorie des investisseurs ne peut pas se limiter aux seuls détenteurs d'instruments financiers énumérés légalement sinon le statut d'investisseur ne profitera qu'à ceux-ci⁴⁹.

27. En outre, la définition de l'investisseur ne peut se limiter non plus à l'acte d'investissement. Il faut analyser aussi son contexte. Or, il présente deux particularités dont l'une a déjà été examinée. D'une part, l'investisseur espère agrandir son patrimoine par la réalisation de l'investissement, mais d'autre part, la réalisation de l'investissement l'expose à un risque.

⁴⁴ Art. 24, point 11 de la directive MIF II

⁴⁵ H. Causse, op. cité

⁴⁶ V. H. Causse, La notion d'investissement : en filigrane du droit financier, in Le concept d'investissement, Regards croisés des droit interne, international et communautaire, Bruyant, 2011, p. 31, spéc. p. 38

⁴⁷ V. F. Drummond et T. Bonneau, n° 452

⁴⁸ V. Section suivante

⁴⁹ F. Drummond et T. Bonneau, n° 452

28. Le risque d'investissement se décline en plusieurs risques financiers. Ces risques sont mentionnés dans le règlement n° 231/20131 de la Commission du 19 décembre 2012 et définis dans une Position de l'AMF⁵⁰. L'investisseur peut subir le risque de non-contrepartie en cas de défaillance d'exécution de celle-ci⁵¹. Il peut subir le risque de liquidité si l'actif financier détenu ne peut pas être cédé⁵². Enfin, l'investisseur subit le risque de marché qui se définit comme le risque de perte « *résultant d'une fluctuation de la valeur de marché [...] imputable à une modification de variables du marché*⁵³ ». Ainsi, on voit que le risque d'investissement résulte aussi bien de l'instrument financier détenu lui-même que de la situation financière de son émetteur⁵⁴.

29. Tous ces risques sont assumés par les investisseurs, mais ils ne sont pas perçus de la même manière. Si les investisseurs expérimentés comprennent parfaitement les risques assumés, tel n'est pas toujours le cas des investisseurs profanes. La protection de l'investisseur s'est développée afin de protéger l'investisseur contre un risque non maîtrisé et pas tellement contre un intermédiaire professionnel comme c'est le cas du consommateur. Cependant, la technique de protection utilisée s'apparente beaucoup de celle développée en droit de la consommation⁵⁵. La protection de l'investisseur dépend de la qualité de celui-ci. Il faut noter que la protection, issue de la réglementation européenne est délimitée par la notion d'investisseur non professionnel, alors que celle issue de la jurisprudence par la notion d'investisseur non averti⁵⁶.

30. S'agissant de la réglementation européenne, elle a pour objet d'améliorer l'information des investisseurs par le développement d'un formalisme rigoureux. Cependant, le dispositif d'information ne protège que les investisseurs non-professionnels, considérés comme inexpérimentés et ayant besoin d'informations spécifiques pour prendre leur décision d'investissement. Ce formalisme ne s'applique pas aux opérations passées entre

⁵⁰ Position – recommandation AMF – Guide relatif à l'organisation du dispositif de maîtrise des risques au sein des sociétés de gestion de portefeuille – DOC-2014-06

⁵¹ V. Position – recommandation DOC-2014-06, précitée, p. 3

⁵² *Id.*

⁵³ *Id.*

⁵⁴ V. H. Causse, op. cité

⁵⁵ F. Drummond et T. Bonneau, n° 453

⁵⁶ V. La qualification des investisseurs comme non professionnels détermine l'application des règles de bonne conduite. Les catégories d'investisseurs sont déterminées à l'article 314-4 du RG AMF. Les investisseurs non professionnels sont déterminés de manière négative, ce sont les personnes qui ne sont pas classées dans les catégories de contreparties éligibles ou d'investisseurs professionnels. La qualité d'investisseur averti d'un investisseur décharge de prestataire de le mettre en garde lorsqu'il réalise des opérations spéculatives. Le caractère averti résulte des connaissances personnelles de l'investisseur et les juges du fond procèdent à une appréciation *in concreto* V. Cass. Com. 1^{er} octobre 2013, n° 12-24118

professionnels pour éviter d'entraver ce type d'opérations⁵⁷. Nous nous arrêtons en détail sur les diverses règles que l'on appelle règles de bonne conduite dans la partie I de la présente étude. Néanmoins, il est important de noter dès à présent que la réglementation, sans pour autant définir l'investisseur, prend en compte sa qualité pour l'exécution des obligations d'informations et de mise en garde.

31. Depuis la transposition de la Directive Marché d'instruments financiers (MIF 1)⁵⁸, les Prestataires de services d'investissement (PSI) doivent classer leurs clients, avant de fournir un service financier ou un service connexe, dans l'une des trois catégories suivantes : client non-professionnel, client professionnel ou contrepartie éligible⁵⁹. Cette dernière catégorie regroupant des investisseurs institutionnels comme les établissements bancaires, les entreprises d'investissement, les compagnies d'assurances et les organismes de placement collectif⁶⁰ entre autres, n'était pas initialement concernée par les règles de bonne conduite. La Directive MIF 2⁶¹ du 15 mai 2014 qui révisé la Directive MIF, soumet cependant les opérations avec une contrepartie éligible à certaines règles protectrices⁶², relatives à l'exécution des ordres et notamment à l'obligation de meilleure exécution⁶³ (*best execution*) et aux obligations d'information concernant le conseil indépendant.

32. Les principaux bénéficiaires des règles de bonnes conduite et donc de la protection contre le risque sont les investisseurs non-professionnels. La Directive d'exécution 2006/73/CE⁶⁴ (Directive MIF de niveau 2) précise que le formalisme en matière d'information doit être adapté en tenant compte de la qualité de l'investisseur⁶⁵. Les exigences en matière d'information et de mise en garde sont moins strictes lorsqu'il s'agit d'un investisseur professionnel. Le préambule de la Directive précise que « *les clients professionnels, sauf rares exceptions, doivent pouvoir identifier eux-mêmes l'information dont ils ont besoin pour*

⁵⁷ H. Causse, op. cité, n° 454

⁵⁸ Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers

⁵⁹ Annexe II de la directive MIF, transposée à l'article D. 533-11 du CMF

⁶⁰ V. la liste complète à l'article D.533-13 du CMF

⁶¹ Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014

⁶² V. art. 30, §1 de la Directive MIF 2

⁶³ V. sur cette notion *infra* n°569 et s.

⁶⁴ Directive 2006/73/CE de la Commission du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive

⁶⁵ V. cons. n° 44 de la Directive précitée

*prendre leur décision en connaissance de cause, et demander à l'entreprise d'investissement de la leur fournir*⁶⁶. »

33. En ce qui concerne plus spécifiquement les informations sur *le risque*, la Directive de niveau 2 précitée prévoit à l'article 35, que la connaissance et la compréhension des risques d'une opération donnée peuvent être présumées lorsque l'opération est réalisée par un investisseur professionnel. En outre, s'agissant de la fourniture du service de conseil en investissement à un client professionnel, le PSI est autorisée à présumer que ce client est financièrement en mesure de supporter tout risque lié à son l'investissement.

34. La jurisprudence s'est aussi préoccupée de l'information sur les risques engendrés par les opérations financières. Elle a créé une obligation de mise en garde en cas d'opération spéculative réservée cependant aux personnes non averties⁶⁷. Cette jurisprudence protectrice des investisseurs non avertis enrichit encore plus le vocabulaire déjà assez riche.

35. Toutes ces règles en matière d'information sur le risque mettent en évidence l'une des caractéristiques de l'acte d'investissement. L'investisseur doit être conscient qu'en contrepartie de la possibilité de réaliser un gain, il prend un risque financier.

B/ L'assujettissement au risque financier – signe spécifique de l'acte passé par l'investisseur

36. L'investisseur entend toujours retirer un avantage de son opération d'investissement : il peut chercher à retirer un gain à court ou à long terme, se couvrir contre un risque ou réaliser une économie d'impôt. Pour arriver à cet objectif, l'investisseur est amené à investir dans différents instruments ou produits financiers dont certains ont un profil de risque plus important que d'autres. La seule différence « *tient à l'ampleur des risques supportés*⁶⁸ ». Ce qui est déterminant de l'acte d'investissement c'est la présence du risque financier lui-même.

37. Selon la définition de l'investisseur, proposée par M. Tehrani, l'investisseur est un sujet de droit, pourvu de la personnalité juridique, apte à passer des actes juridiques⁶⁹. Cette définition

⁶⁶ Cons. 44 de la Directive 2006/73/CE

⁶⁷ Com., 5 novembre 1991, Bull. 1991, IV, n° 327, pourvoi n° 89-18005, Arrêt Buon, V. *infra* n°73

⁶⁸ X. Lagarde, L'acte d'investissement, op. cité

⁶⁹ A. Tehrani, op.cité

exclut par conséquent les fonds d'investissement de la catégorie des investisseurs⁷⁰. Poursuivant ce raisonnement, M. Tehrani considère que les textes qui traitent les Organismes de placement collectif (OPC), qui ne disposent pas de la personnalité juridique, d'investisseurs professionnels⁷¹ doivent être modifiés⁷².

38. Il ne faut pas oublier cependant que les textes qui déterminent la qualité d'un investisseur ont une finalité bien précise – celle de délimiter le champ d'application des règles de bonne conduite. Or, les OPC constituent un véhicule juridique permettant la gestion collective dans l'intérêt exclusif des porteurs des parts du fonds ou les actionnaires d'une SICAV (société d'investissement à capital variable). Les OPC investissent les fonds reçus des souscriptions et ces investissements constituent l'actif du fond. Il est normal dès lors que pour l'acquisition de titres faisant partie de l'actif du fond, l'OPC ne soit pas traité comme un investisseur non-professionnel car cette qualité implique l'application des règles de bonne conduite. Or, ce n'est pas directement le souscripteur qui achète les instruments financiers, mais bien l'OPC, géré par une société de gestion. Afin de ne pas entraver l'activité du fonds, il vaut mieux lui reconnaître la qualité d'investisseur professionnel. D'ailleurs, la liste d'investisseur, issue de la Directive MIF et inscrite dans le Code monétaire et financier a un caractère purement fonctionnel. Les textes visent seulement à délimiter le domaine des règles protectrices.

39. Si les souscripteurs ne constituent pas juridiquement les détenteurs des instruments financiers, composant l'actif du fond, *ils assumeront financièrement le risque* de la baisse de leur valeur. En effet, la valeur de leur part/action dépend de la valeur des actifs du fond. Plus exactement, la valeur de la part est déterminée par la valeur liquidative du fond⁷³ ou de son cours s'il s'agit d'un ETF.

40. L'absence de personnalité juridique d'un fond constitue un avantage pour les porteurs de parts. On aura l'occasion d'envisager en détail l'obstacle, lié à la preuve d'un préjudice personnel, auquel doivent faire face les actionnaires d'une société en cas baisse du cours du titre⁷⁴. L'absence de personnalité juridique des fonds permet d'éviter toute discussion sur ce point. Il ne faut pas oublier cependant que la gestion collective peut prendre la forme d'une

⁷⁰ V. A Tehrani, n°, *contra* F. Manin, les investisseurs institutionnels, dir. Guyon, Thèse Paris I, 1996, p. 97 ; A. Drain, Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières. Réflexion sur les relations entre le droit commun et le droit financier, dir. Le Cannu, Thèse I, 2006, n° 280

⁷¹ V. art. D. 533- 11 du CMF, les OPC font partie aussi de la catégorie des contreparties éligibles – D. 533-12 du CMF

⁷² A. Tehrani, op. cité

⁷³ V. art. 411-29 du RG AMF : « La valeur liquidative est obtenue en divisant l'actif net de l'OPCVM par le nombre d'actions ou de parts. »

⁷⁴ V. *infra* n°177 et s.

SICAV. Cependant, Mme Riassetto considère que la forme sociétaire de la SICAV apparaît plus comme un simple outil au service de la gestion collective : « *la SICAV n'est pas l'enveloppe juridique d'une entreprise. Elle n'a pas de clients, mais des porteurs de parts (actionnaires) dans l'intérêt exclusif desquels elle gère son actif*⁷⁵ ». Il n'existe pas réellement d'*affectio societatis* car les actionnaires de la SICAV cherchent seulement la réalisation d'un gain. En contrepartie ils supportent le risque. La forme sociétaire ne change pas le fait que ce sont les actionnaires qui supportent le risque final et pas la SICAV elle-même. Cette pratique d'investissement montre que ce qui caractérise l'investisseur c'est le fait que l'acte d'investissement l'expose à un risque.

41. En définitive, l'investisseur est la personne qui subit le risque financier. S'agissant de la personnalité juridique, à notre avis il doit s'agir soit d'une personne physique ou morale car tout simplement en tant que victime, l'investisseur doit être apte à intenter une action en justice afin de défendre ses droits⁷⁶.

42. On peut prendre un autre exemple très révélateur. L'assurance-vie en unités de compte, que l'on a déjà eu l'occasion d'évoquer, est un contrat de capitalisation qui permet d'investir son épargne sur des supports financiers. En application de l'article L. 131-1 du Code des assurances, en matière d'assurance sur la vie ou d'opération de capitalisation, le capital ou la rente peuvent être exprimés en unités de compte constituées de valeurs mobilières ou d'actifs financiers strictement énumérés par le même code⁷⁷. Ainsi, les unités de compte sont composées d'actions, de parts de sociétés ou de fonds de placement (actions de Sicav, parts d'OCP) ou d'autres actifs. Les contrats en unités de compte présentent un risque pour le souscripteur car en cas de baisse de la valeur des supports choisis dans les unités, l'épargne investie diminuera en conséquence. Au terme du contrat, le capital versé peut être inférieur à l'épargne investie. Les choix des titres faisant partie des unités peuvent être réalisés soit par le souscripteur lui-même soit par un tiers. La spécificité tient au fait que c'est la compagnie d'assurance qui reste propriétaire des actifs composant les unités de compte. On voit bien que celui qui subit le risque c'est le souscripteur de l'assurance-vie et non pas la compagnie d'assurance qui détient les instruments financiers, composant les unités de compte. La présence de ce risque justifie la protection de l'investisseur et notamment l'existence des

⁷⁵ I. Riassetto, Montage patrimonial et SICAV, note sous Cass. Com., 12 juill. 2011, n° 10-17830, Revue de Droit banc. et fin., n° 6, Novembre 2011, comm. 211

⁷⁶ Le défaut de capacité d'ester en justice constitue un vice de fond – art. 117 du CPC

⁷⁷ V. L'art. R. 131-1 du Code des assurances

règles d'information, de mise en garde et de conseil du souscripteur d'assurance-vie⁷⁸ comparables à celles existantes en matière d'investissement en instruments financiers, issues de la Directive MIF.

43. La caractérisation de l'investisseur est indissociable de l'acte d'investissement et de la présence du risque d'investissement. On peut définir l'investisseur comme *la personne physique ou morale qui prend une décision d'investir, soit directement en instruments financiers, soit indirectement en ayant recours à des produits dont la valeur dépend de la variation d'un instrument financier, et qui risque par la prise de sa décision de perdre les actifs investis ou une somme plus importante.*

44. La définition de l'investisseur comme la personne qui volontairement prend une décision qui engage son patrimoine et qui s'expose à un risque financier permet de comprendre la raison d'être de toutes les règles qui ont pour objet d'assurer la prise d'une décision d'investissement en pleine connaissance de cause. En effet, toute une série de règles, que nous allons étudier en détail dans la première partie de la présente étude, a pour objet d'informer et de mettre en garde l'investisseur sur l'ampleur du risque pris. Selon certains « *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*⁷⁹ ». Cette protection est nécessaire, car l'investisseur prend un risque par sa décision.

L'importance de la présence du risque financier se manifeste aussi par rapport à la détermination du caractère financier du préjudice.

Section 2 Détermination du caractère financier du préjudice

45. L'adjectif financier se réfère tout naturellement à la bourse que l'on définit comme un lieu organisé d'échange d'instruments financiers. Cependant, le terme bourse est déjà dépassé depuis l'existence de plusieurs plateformes de négociation. La bourse ne correspond aujourd'hui qu'aux marchés dits réglementés, définis par la Directive Marché d'instruments financiers (MIF) comme un système multilatéral, exploité et/ou géré par un opérateur de marché agréé, qui assure ou facilite la rencontre des intérêts acheteurs et vendeurs aboutissant

⁷⁸ V. les articles L. 132-4, L.132-27 et L. 132-27-1 du Code des assurances

⁷⁹ F. Drummond, T. Bonneau, n° 457

à la conclusion de contrats portant sur des instruments financiers admis à la négociation⁸⁰. En outre, il existe des systèmes multilatéraux de négociation (multilateral trading facility MTF) qui sont aussi des lieux de négociation qui permettent la rencontre des ordres d'achat et de vente d'instruments financiers⁸¹. On peut utiliser donc les termes employés par la réglementation MIF de « système de négociation » ou de « lieu de négociation » pour parler du lieu d'échange des instruments financiers, parce qu'il n'existe pas une définition juridique de marché financier ou de marché de capitaux⁸². Il faut ajouter que la Directive MIF a prévu et réglementé un nouveau lieu d'échange pour les dérivés et les quotas d'émission – les OTF⁸³ système organisé de négociation (organised trading facility).

46. La notion même de marché n'est pas propre au droit financier⁸⁴. Le marché peut être défini comme le lieu où s'effectuent les transactions, où se rencontrent les acheteurs et les vendeurs⁸⁵. Le marché est un lieu d'échange de « produits standardisés⁸⁶ » ou en général « lieu d'exécution des ordres⁸⁷ » ou « le lieu de confrontation de l'offre et de la demande de produits spécifiques⁸⁸ ».

47. En outre, l'innovation financière affecte la conception de marché. En effet, on crée de nouveaux produits sophistiqués⁸⁹ et les échanges s'effectuent hors les marchés organisés d'instruments financiers. Or, l'une des caractéristiques d'un marché est l'intervention d'autorités de tutelle ou de régulation parce qu'un marché fonctionne suivant des règles établies et déterminées par ces autorités précisant le champ des intervenants et les règles d'exercice de l'activité⁹⁰. Cependant selon les auteurs « l'analyse organisationnelle ou structurelle du marché ne rend que partiellement compte de la notion de marché qui peut

⁸⁰ L'art. 4, § 1, point 21, de la Directive 2014/65/UE

⁸¹ L'art 4, § 1, point 22, de la Directive 2014/65/UE

⁸² H. Causse, Réguler les excès de la finance : Art du droit et théorie politique de la régulation, accessible à http://www.hervecausse.info/Reguler-les-exces-de-la-finance-Art-du-droit-et-theorie-politique-de-la-regulation-et-call-for-papers-sur-le-theme-de_a672.html

⁸³ Considérant 9 du Règlement UE n° 600/2014 du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers

⁸⁴ J. Daigre, Evolution de la notion de marché financier, Liber Amicorum Jacques Maherben, Bruylant, Bruxelles 2006, p. 233

⁸⁵ Y. Crozet, B. Belletante, P. Gomez, B. Laurent, Dictionnaire de banque et bourse, Armand Collin, 1993, v° Marché

⁸⁶ « C'est d'abord la réunion des marchands, en un lieu ou par un procédé unique, pour échanger à terme contre un prix en argent des produits standardisés » J. Terray, Les aspects juridiques des opérations sur marchés organisés, Banque et Droit, n°39, janvier-février, 1995, p. 17

⁸⁷ T. Bonneau, F. Drummond, Droit des marchés financiers, Economica, 2010, 3^{ème} éd., n° 5

⁸⁸ *Idem*

⁸⁹ H. de Vauplane, Les notions de marché, Rev. Dr. Bancaire et bourse, n°36, mars-avril 1993, p. 62, voir aussi F. Champarnaud et F. Perier, Entretiens de la COB, jeudi 17 novembre 1994, Marchés 2001, Identification d'un marché

⁹⁰ F. Champarnaud et F. Perier, op. cité, p. 1 et s.

*reposer uniquement sur une analyse contractuelle*⁹¹ ». Par conséquent, la notion de marché ne peut pas être réduite à une conception unique⁹². Surtout depuis l'absence d'une obligation de centralisation des ordres et du fait que les instruments financiers peuvent être échangés de gré à gré, en dehors donc d'un système de négociation, sur une base donc purement conventionnelle. Par conséquent, la recherche d'un préjudice qualifié comme financier ne peut pas se limiter aux seuls préjudices subis du fait d'une opération réalisée sur un marché financier.

Si le lieu d'échange ne peut pas constituer un critère satisfaisant de détermination des préjudices subis, il permettra cependant de déterminer les rattachements possibles du caractère financier.

§1. Examen des rattachements possibles

48. Il existe de différentes catégories de marché : marchés de financement et marchés de dérivés ; marchés au comptant et marchés à terme ; marché à livrer et marché différentiel ; marché primaire et marché secondaire ; marché règlementé et marché de gré à gré⁹³. Tous ces marchés organisent l'échange d'instruments financiers (A) et donnent lieu à la passation d'opérations ayant un but spéculatif (B).

A/ Les instruments financiers

49. Définis à l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier, les instruments financiers constituent le concept-clé permettant de définir les marchés d'instruments financiers, les services d'investissement, les prestataires d'investissement et l'offre au public de titres financiers⁹⁴. La détermination du caractère financier en se référant à l'objet même de l'investissement permet de caractériser la particularité de l'opération, à savoir la présence du risque financier. Néanmoins, ce rattachement présente des inconvénients.

⁹¹ T. Bonneau et F. Drummond, op. cité, n° 5, p. 6

⁹² Medjaoui, Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers. Etude juridique, préf. Gavalda, LGDJ 1996, p.110, p. 477

⁹³ Voir T. Bonneau et F. Drummond, op. cité, n° 11 et s.

⁹⁴ Voir T. Bonneau et F. Drummond, op. cité, n° 78, A. Couret, H. Le Nabasque et *alii*, Droit financier, Dalloz, 2012, 2^{ème} éd., n°351

1. L'avantage – la prise en compte du risque attaché à l'opération

50. L'objet de l'investissement est un *bien* dont la spécificité tient à son rattachement aux marchés financiers⁹⁵. Or, l'investissement en instruments financiers est caractérisé par l'existence d'un risque.

51. La référence aux instruments financiers permet de situer le contexte particulier dans lequel le préjudice se réalise. Le fonctionnement même des marchés financiers se caractérise par la présence d'un aléa, défini comme « *le risque qui découle pour les parties de l'incertitude où elles se trouvent quant au résultat de l'opération*⁹⁶ ». L'existence de l'aléa ou du risque financier rend le résultat des opérations financières incertain, parce que le résultat dépend de la fluctuation de la valeur des instruments financiers. L'investissement dans des instruments financiers – soit directement, soit en devenant porteur de parts d'organismes de placement collectif, crée toujours un risque. Et ce risque « *est financier en ce qu'il a pour cause et pour conséquence l'amoindrissement d'une valeur exprimée en monnaie*⁹⁷ ». La personne qui réalise un investissement intervient volontairement dans un domaine marqué par l'aléa boursier. Cette caractéristique de l'investissement est révélée par les juges dans l'affaire Sidel⁹⁸ : « *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* ».

52. Aux termes de l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier la catégorie des instruments financiers inclut les titres financiers et les contrats financiers. Leur valeur est « *fonction de la possibilité effective de cession sur un marché* » et la « *valeur sera celle déterminée par le fonctionnement du marché*⁹⁹ ». S'agissant de la valeur des valeurs mobilières¹⁰⁰, traditionnellement on enseigne que la formation du prix des actions est fonction de l'offre et de la demande. Si l'offre est plus élevée que la demande, la tendance est baissière et inversement dans le cas contraire. Le cours d'un titre peut varier dans le temps. En effet, plusieurs événements sont susceptibles d'avoir un impact sur le cours (offre publique,

⁹⁵ A-V. Le Fur, La protection de l'investisseur par le droit des biens. La notion de bien financier ", in colloque l'appréhension par le Droit du risque financier, juin 2010, Rev. Droit bancaire et financier, déc. 2010

⁹⁶ A. Bénabent, Contrats aléatoires, généralités, J.-Cl. Civil Code, Art. 1964, Fasc. A.

⁹⁷ L.Aynès, L'appréhension du risque financier par le Droit : propos conclusifs, Revue de Droit bancaire et financier n° 6, Novembre 2010, étude 37

⁹⁸ Tribunal de grande instance de Paris (11^e ch. 1) 12 septembre 2006, Sidel, voir *infra* n°212

⁹⁹ G. Parléani, L'actif financier, un concept simple et opérationnel ?, in Les concepts émergents en droit des affaires, sous la dir. de E. Le Dollay, LGDJ, 2010, p. 359, n° 10

¹⁰⁰ Définies comme « *les titres émis par des personnes morales publiques ou privées, transmissibles par inscription en compte ou tradition, qui confèrent des droits identiques par catégorie et donnent accès, directement ou indirectement à une quotité du capital de la personne morale émettrice ou à un droit de créance générale sur son patrimoine* » art. 211-2 du CMF

annonce d'une fusion, changement de direction etc.). D'après la théorie de l'efficience des marchés, chaque information nouvelle positive ou négative est intégrée dans le cours du titre¹⁰¹.

53. Il faut évoquer rapidement que l'analyse technique, qui étudie les cours des titres, « ne croit pas beaucoup (pour ne pas dire pas du tout) à l'évolution erratique des cours¹⁰² ». L'analyse technique utilise des graphiques des cours passés afin d'analyser les tendances futures¹⁰³. Les économistes ont pu constater que les cours évoluent en tendances et que ces tendances durent un certain temps avant d'être modifiées¹⁰⁴. Le marché est donc défini comme « un mécanisme d'échange d'anticipations¹⁰⁵ ». Cependant, on reconnaît l'importance de la psychologie humaine dans le processus de formation des prix on ne nie pas l'existence de mouvements plus ou moins aléatoires, mais pour l'analyse technique ceux-ci sont secondaires. En outre, « les éléments qui influent sur le cours d'un actif financier sont trop nombreux pour qu'il soit possible de les analyser rapidement et séparément pour donner à chacun son propre poids sur l'évolution du cours¹⁰⁶ ». Toute évolution ne peut pas être anticipée du fait de l'existence des tendances inexplicables comme par exemples les bulles spéculatives.

54. Même si la « tendance » baissière ou haussière peut être anticipée, le cours exact du titre ne peut pas être connu à l'avance. En outre, lorsque la perte peut dépasser l'investissement initial, comme c'est le cas en matière d'effet de levier, il est impossible de connaître la perte maximale. A la différence, l'achat d'une part sociale d'une SARL ne met pas l'associé dans la situation d'un actionnaire d'une société cotée. Certes, chaque activité économique peut engendrer des pertes, mais le prix de la part est facilement déterminable, alors que le cours d'une action peut baisser ou augmenter pour diverses raisons. Imaginons que le gérant d'une SARL a commis un abus de biens sociaux. L'actif de la société baissera proportionnellement. Si un dirigeant d'une société cotée est condamné pour abus de biens sociaux, on ne peut pas savoir à l'avance comment le marché réagirait à l'annonce dans les médias de la condamnation du dirigeant : il serait possible que le cours du titre baisse plus que sa valeur vénale.

¹⁰¹ Voir *infra* n°815,821

¹⁰² Thierry Béchu, E. Bertrand, J. Nebenzahl, L'analyse technique, théories et méthodes, 6ème éd. Economica, p.18

¹⁰³ *Idem*, p. 20

¹⁰⁴ *Idem*

¹⁰⁵ *Idem*

¹⁰⁶ *Idem*, p. 30

55. Si la variation du cours est liée à la négociabilité, cette caractéristique commune aux titres financiers est discutée par certains s'agissant des contrats financiers¹⁰⁷. La négociabilité étant l'aptitude juridique d'un titre de circuler de patrimoine en patrimoine selon les modalités simplifiées de droit commercial¹⁰⁸. Selon certains auteurs, les contrats financiers ne peuvent pas être considérés comme négociables¹⁰⁹. Pour d'autres, les contrats financiers sont négociables en considérant que la négociabilité est une simple technique de cession de créance¹¹⁰. L'article D. 211-1 A du Code monétaire et financier énumère plusieurs types d'instruments dérivés ou contrats financiers¹¹¹ : les contrats d'option, les contrats fermes, les contrats d'échange et les contrats à terme servant au transfert du risque de crédit. On voit à la lecture de cet article que les techniques que ces contrats à termes mettent en œuvre sont assez diverses. En effet, l'énumération légale essaie d'englober toutes les techniques possibles sans pour autant donner une définition.

56. Les instruments dérivés peuvent être définis par rapport à leur fonction. Ce sont « *des instruments de couverture ou de spéculation, conçus à partir d'un actif sous-jacent dont leur valeur dérive, qui confèrent à leurs titulaires des droits dont le contenu est fixé dès la souscription, mais dont l'exercice est différé, et la possibilité de se délier par le paiement ou l'encaissement d'une somme d'argent correspondant à la variation du cours du sous-jacent pendant cet intervalle de temps* »¹¹².

57. Selon le professeur Parléani, la négociabilité peut être cependant prise en compte de manière indirecte et purement financière et découler de la rapidité de la négociabilité du sous-jacent sur lequel le contrat financier est adossé ou indexé¹¹³. Or, l'une des caractéristiques des

¹⁰⁷ Voir A. Couret, H. Le Nabasque et alii, *Droit financier*, Dalloz, 2012, 2ème éd., n°1012, p. 737, T. Bonneau et F. Drummond, op.cité, n°157,

¹⁰⁸ A. Couret, H. Le Nabasque et alii, op.cité, n°1012

¹⁰⁹ *Id.*

¹¹⁰ L. Cotret, *La négociabilité des instruments financiers*, Thèse Université de Reims-Champagne-Ardenne, sous la dir. De H. Causse, accessible à <http://www.glose.org/th006.htm> : « la négociabilité est une technique au service de la cession de créance civile, rien ne s'oppose alors à ce qu'elle bénéficie également aux contrats à terme. Dans cette hypothèse, il n'est toutefois plus question d'allègement du formalisme de l'article 1690 du Code civil mais de la simplicité avec laquelle une partie contractante peut dénouer sa position. » n°222

¹¹¹ Voir la définition de F. Auckenthaler : « *les instruments financiers à terme sont des contrats conférant à une personne le droit ferme ou facultatif (optionnel) d'obtenir d'un autre, pendant le cours ou à l'échéance du terme, un actif dont le cours est sujet à fluctuation (titres, devises, marchandises) ou des conditions de taux d'intérêt, pour un prix ou une obligation réciproque, déterminés lors de la conclusion du contrat* ». , *Instruments financiers à terme de gré à gré*, Jcl. Banque et crédit, fasc. 2050, n° 1

¹¹² A. Constantin, *Les outils contractuels de gestion des risques financiers*, *Rev. De droit banc. et fin.*, nov.-déc. 2010, p. 32 ; v. aussi A. Gaudemet, *Les dérivés*, *Économica* 2010, « *Recherches Juridiques* », préf. H. Synvet, p. 56 et s.

¹¹³ G. Parléani, *L'actif financier, un concept simple et opérationnel ?*, in *Les concepts émergents en droit des affaires*, sous la dir. de E. Le Dollay, LGDJ, 2010, p. 359, n°11

contrats financiers découle du fait que l'engagement pris par un contractant dépend d'un élément sous-jacent¹¹⁴. Les sous-jacents peuvent être assez divers – instruments financiers, devises, taux d'intérêts, indices financiers, matières premières, quotas d'émission etc.¹¹⁵ Les instruments dérivés sont aujourd'hui des produits standardisés et leur « *la valeur fait l'objet d'une cotation autonome de celle de l'actif sous-jacent, mais liée à l'évolution des cours de ces actifs sous-jacents*¹¹⁶ ». En définitive, on peut conclure que les instruments financiers présentent tous un risque financier lié à la fluctuation de leur valeur dans le temps.

58. Bien que la référence par rapport à l'objet de l'investissement rende possible la prise en compte la caractéristique essentielle de l'opération d'investissement, elle connaît ses limites et ne permet pas de caractériser le préjudice.

2. Les inconvénients

Définir le préjudice financier par rapport à l'investissement en instruments financiers présente deux inconvénients.

- *L'absence de définition légale de la notion d'instrument financier*

59. Il serait possible de rattacher le préjudice financier à la perte ou au manque à gagner résultants d'un investissement en instruments financiers. Cependant, une telle référence connaît une première limite liée à l'absence de définition légale de la notion d'instrument financier.

¹¹⁴ A. Couret, H. Le Nabasque et *alii*, op.cité, n°1001

¹¹⁵ Ce qui caractérise les contrats à terme d'une manière économique c'est leur valeur qui est calquée sur un sous-jacent. À la base, les contrats à terme avaient pour but de permettre de se couvrir contre un risque de baisse ou d'augmentation du prix d'une matière première. Par exemple, une société de transport qui craint l'augmentation du prix du transport peut acheter un futur dont le sous-jacent est le pétrole pour un prix donné. Le future permet ainsi deux types d'opérations : une première pour l'acheteur du future qui a une finalité de couverture, parce que l'acheteur est réellement exposé à un risque contre lequel il se couvre et une deuxième pour le vendeur qui est purement spéculative, parce qu'il n'est pas exposé à ce risque il spéculé juste sur la variations du cours du sous-jacent. On s'aperçoit que le vendeur du future essaie juste de tirer un profit de la variation du prix du pétrole.

Voir A. Gaudement, op. cité, Selon l'auteur, les dérivés ont pour objet d'abstraire la valeur d'une chose sous-jacente pour permettre aux parties d'y exposer leurs espérances ou leurs craintes sur l'avenir. Ce procédé est une source de risque pour les parties. La partie qui transfère un risque à son cocontractant peut n'être pas réellement exposée à ce risque, c'est-à-dire elle peut spéculer sur la survenance d'un événement aléatoire.

¹¹⁶ K. Medjaoui, Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers, Thèse, Paris I, L.G.D.J., 1996, n° 819, p. 265 et n° 875, p. 283.

60. Il n'existe pas à l'heure actuelle une définition du concept d'instrument financier. Le Code monétaire et financier, suivant l'approche du droit européen, n'établit qu'une énumération limitative des instruments financiers. Un instrument qui ne fait pas partie de la liste ne peut pas être considéré comme un instrument financier juridiquement déclenchant l'application de différents textes ayant pour objet la protection des investisseurs (règles de bonne conduite, établissement d'un document d'information préalable à l'investissement, information périodique etc.) et le contrôle des autorités publiques. Cependant, le préjudice qui est susceptible de résulter d'un investissement en instruments non énumérés sera le même que celui né d'un instrument faisant partie de la liste. Par conséquent, la détermination du préjudice ne doit pas être circonscrite par la liste légale. Ce choix se justifie par le fait qu'un instrument proposé aux investisseurs ne faisant pas partie de la liste des instruments financiers peut présenter le même risque. À ce titre, il faut mentionner les quotas d'émission ou les investissements en énergie qui existent depuis très longtemps¹¹⁷. Or, l'ajout des quotas d'émission au sein de la liste des instruments financiers est relativement récent. C'est la directive MIF 2 qui a élargi la liste des instruments financiers en y ajoutant les quotas d'émission¹¹⁸. On s'aperçoit que l'investissement dans ce type d'instrument peut donner lieu à un préjudice peu importe leur appartenance à la liste légale des instruments financiers. Par conséquent, la définition du préjudice ne doit pas dépendre de cette liste.

- *L'impossibilité de prise en compte des investissements adossés sur des instruments financiers*

61. L'investissement direct en titres financiers ne cesse pas de décliner¹¹⁹ avec l'apparition et le développement de produits financiers plus adaptés aux personnes physiques comme les contrats d'assurance-vie, les OPC ou les PEE (Plan d'épargne entreprise) ou PEA (Plan d'épargne en actions). S'agissant des investisseurs professionnels, ils peuvent investir dans toute la gamme de produits financiers existants.

62. Le terme d'instrument financier coexiste aujourd'hui avec celui de « produit d'investissement de détail », d'« actif financier », de « produit financier », de « produit complexe » et de « d'épargne financière ». En effet, le terme d'instrument financier n'englobe plus tous les investissements proposés aux investisseurs. Il serait donc réducteur de rattacher la qualification du préjudice aux seuls instruments financiers.

¹¹⁷ Les quotas d'émission peuvent constituer le sous-jacent d'un instrument dérivé – art. D. 211-1 A, 7° du CMF

¹¹⁸ Section C de l'Annexe I, 11° de la Directive 2014/65/UE (MIF 2)

¹¹⁹ V. le rapport de l'AMF cité p. 3

Il faut voir ce que recouvrent ces termes relativement nouveaux utilisés par les textes nationaux et communautaires, mais aussi par la doctrine.

63. Commençons par les produits financiers. Le terme de « produit financier » est utilisé par le législateur français sans le définir pour autant. L'article L. 423-1 du Code monétaire et financier, qui énumère les marchés étrangers susceptibles d'être reconnus en France, vise tout marché d'instruments financiers, de contrats à terme négociables ou de tous produits financiers. L'objectif est clair - il faut englober tous les marchés étrangers, même ceux qui ne portent pas sur des instruments entrant dans la liste légale. De même, l'article L.341-6- 1 du Code monétaire et financier en matière de démarchage qui vise la commercialisation de « *produits, instruments et services financiers* » ne nous renseigne pas plus sur le contenu exact de ce terme. Enfin, aux termes de l'article L. 452-1 du Code monétaire et financier les associations déclarées ont pour objet statutaire la défense des investisseurs « *en titres financiers ou en produits financiers* ».

64. Le rapport commandé à M. Jacques Delmas-Marsalet en 2005¹²⁰ évoque aussi les produits financiers, à côté de l'épargne financière. Ces deux termes sont employés pour englober les OPCVM, l'assurance-vie, les parts de sociétés immobilières et les produits structurés.

65. S'agissant des produits d'investissement et les produits complexes, ils sont soumis à un régime juridique particulier. Le terme de produit complexe englobe certains instruments financiers et des contrats-assurance-vie en unités de compte constituées d'instruments financiers qui présentent un risque potentiel d'incompréhension du fonctionnement du produit par un investisseur non professionnel. Afin d'assurer une meilleure information l'AMF et l'ACP à l'époque (aujourd'hui ACPR) ont conjointement émis leur positions sur la commercialisation de produits financiers considérés comme complexes¹²¹.

66. Le terme de produit d'investissement de détail a été introduit par le projet de la Commission européenne dit PRIIPS (*Packaged Retail Investment Products*) qui a donné lieu au règlement européen n° 1286/2014¹²². La Commission a créé un nouveau terme transversal

¹²⁰ J. Delmas-Marsalet, Rapport relatif à la commercialisation des produits financiers, nov. 2005

¹²¹ Voir Position AMF n°2010-05 du 15 octobre 2010 relative à la commercialisation de des instruments financiers complexes et Recommandation de l'ACP n° 2010-R-01 du 15 octobre 2010 portant sur la commercialisation des contrats d'assurance sur la vie en unités de compte constituées d'instruments financiers complexes

¹²² Règlement EU n° 1286/2014 du 26 novembre 2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement emballés de détail et fondés sur l'assurance

englobant les produits dont la « somme payable à l'investisseur est exposée aux fluctuations de la valeur de marché d'actifs ou dont la rémunération est assise sur ces actifs, par une par une combinaison ou un reconditionnement ou par tout autre procédé qu'une détention directe de ces actifs ». Le produit d'investissement de détail est caractérisé par deux critères qui prennent en compte d'une part le risque généré par le produit et d'autre part l'origine du risque¹²³. Il ne s'agit pas d'investissements directs en instrument financiers, mais d'investissements en produits dont la valeur est exposée aux fluctuations des marchés financiers parce que le sous-jacent de ces produits est un instrument financier.

67. Quant au concept d'actif financier, il a des contours plus économiques et financiers que juridiques d'après la définition qui a été donnée par le Professeur Parléani¹²⁴. L'actif financier représente un « *flux entrant et positif* » susceptible d'être évalué par exemple dans le bilan d'une société et qui peut être cédé facilement sur un marché par hypothèse liquide. Au-delà de la qualification juridique d'un actif, il peut être considéré comme financier s'il est négociable et représente une valeur qui peut être cédée facilement¹²⁵. Le support peut être donc une créance ou un contrat.

68. La volonté d'englober des pratiques d'investissements qui ne portent pas sur des instruments financiers *stricto sensu* afin de les soumettre à un régime unique montre que le terme d'instrument financier apparaît assez réducteur par rapport à toutes les pratiques d'investissement existantes. Par conséquent, le préjudice qui en résulte ne doit pas être rattaché aux seuls instruments financiers. Peut-on alors rattacher le caractère financier du préjudice au but de l'opération réalisée ?

B/ La spéculation

69. Au lieu de rattacher le caractère « financier » à un actif en particulier, il faut voir s'il sera possible de le rattacher au but de l'opération qui est réalisée. Le préjudice financier serait-il alors celui résultant d'une opération spéculative ?

¹²³ A. Raygrobelle, La curieuse notion de « produits d'investissement de détail », RTDF 2011, n°1/2, p. 90, n°14

¹²⁴ G. Parléani, L'actif financier, un concept simple et opérationnel ?, in Les concepts émergents en droit des affaires, sous la dir. de E. Le Dollay, LGDJ, 2010, p. 359 et s.

¹²⁵ *Idem*, p. 369 et 370

70. Le terme d'opération de marché est couramment utilisé¹²⁶. Il est utilisé dans le Code monétaire et financier qui vise par exemple les opérations à terme à l'article L. 432-20 sans définir ce que recouvre cette notion. La notion d'opération de marché révèle son caractère conventionnel et donc volontaire qui se traduit par une transaction¹²⁷. A la base de chaque opération on retrouve la volonté de la passer – on trouve donc la décision d'investissement donnant lieu à une opération de marché. Or, la réalisation d'un investissement présuppose la volonté d'obtenir un gain ce qui montre le contexte particulier de la réalisation de l'opération.

1. L'avantage – prise en compte du contexte de réalisation du préjudice

71. Le contexte particulier des marchés financiers permet de caractériser l'opération. Selon un auteur, « *seul l'environnement dans lequel s'inscrit une opération peut lui conférer sa véritable qualification* »¹²⁸. Prenant l'appui sur exemple de l'achat d'un billet de loterie, caractérisé par « *l'ensemble du mécanisme de la loterie dans lequel il s'insère, c'est-à-dire à la chance de gain et au risque de perte totale de la valeur du billet* », l'auteur considère que l'opération effectuée sur les marchés financiers, s'insérant dans un environnement spécifique caractérisé par l'aléa, serait spéculative¹²⁹.

72. La spéculation a été définie par Madame Merville comme "*une opération d'achat pour revendre dans le but de retirer un profit rapidement d'une différence de cours*"¹³⁰. Cette définition permet de voir que l'objectif final recherché par l'opération est un gain « rapide » qui résultera de la différence des cours des instruments acquis. Cependant, une opération financière peut avoir une autre finalité : « *soit elle relève d'une spéculation en tant que telle, soit elle provient du souci de couvrir un risque financier*¹³¹ ».

73. Cependant, il faut préciser que la Cour de cassation a sa propre conception du caractère spéculatif d'une opération afin de limiter le champ d'application de l'obligation de mise en garde. La Cour de cassation avait mis à la charge des prestataires l'obligation d'informer les investisseurs profanes des risques existants sur les marchés financiers. Cette obligation de

¹²⁶ T. Bonneau et F. Drummond, op. cité, n°28, Voir H. de Vauplane et J. Bornet, Réflexion pour une approche globale des opérations de marché, Rév. Dr. Bancaire et bourse, n°46, nov.-déc. 1994, p. 248

¹²⁷ T. Bonneau et F. Drummond, op. cité, n°28, p. 28

¹²⁸ M. Favero, De la notion de spéculation à une réforme de l'exception de jeu, JCP E Mars 2005, n°10, Etude n° 405

¹²⁹ *Idem*

¹³⁰ A. Merville, La spéculation en droit privé, Thèse Paris I, 2001, sous la dir. Y. Guyon

¹³¹ M. Favero, De la notion de spéculation à une réforme de l'exception de jeu, JCP E Mars 2005, n°10, Etude n° 405, n°8

mise en garde est limitée aux opérations *spéculatives*¹³². La Cour de cassation n'a jamais défini quel type d'opérations présentent un caractère spéculatif. On peut cependant déduire de sa jurisprudence qu'elle considère comme spéculative une opération qui expose l'investisseur à un risque particulier¹³³. Sans exagérer on peut affirmer que pour les juges il existe des opérations « plus spéculatives » que d'autres nécessitant une protection particulière. Le caractère spéculatif ne résulte pas seulement de « *la variabilité des marchés financiers*¹³⁴ ». Pour la Cour de cassation, les opérations qui ont été réalisées sur le marché à terme présentaient un caractère spéculatif¹³⁵. Tel n'était pas le cas des souscriptions des parts de fonds à formule comme le fonds *Bénéfic* de la Poste¹³⁶. Il apparaît que l'opération peut être qualifiée comme spéculative si elle peut donner lieu à une perte dépassant l'investissement initial. Par conséquent, une opération d'achat ou de vente d'actions, d'obligations ou de parts d'OPCVM n'est pas spéculative. Or, ce type d'opérations présente par essence un caractère spéculatif du fait de la fluctuation de la valeur des titres.

74. L'argument qui ne permet pas le rattachement du caractère financier par rapport à l'opération spéculative, c'est encore une fois l'impossibilité d'englober d'autres opérations à but non spéculatif susceptibles de causer un préjudice. Tel est le cas d'utilisation de contrats financiers dans un but de couverture contre un risque¹³⁷.

2. L'inconvénient – impossibilité d'englober toutes les opérations possibles

75. La référence au but recherché n'est pas très maniable, car elle dépend pour l'essentiel de l'intention des parties¹³⁸ - l'intention de réaliser un gain. En outre, certaines opérations n'ont pas toujours pour finalité la réalisation d'un gain. Tel est le cas des opérations sur les instruments dérivés permettant de réaliser une opération de couverture. Afin de caractériser le préjudice subi par l'investisseur, peu importe s'il a voulu réaliser une opération

¹³² L'arrêt fondateur de cette jurisprudence est l'arrêt Buon, Com., 5 novembre 1991, Bull. 1991, IV, n° 327, pourvoi n° 89-18005

¹³³ Cass. Com. 28 janvier 2014, n° de pourvoi: 12-29204

¹³⁴ V. en dernier lieu Cass. Com. 10 février 2015, n° de pourvoi: 13-28483

¹³⁵ Cass. Com. 4 mars 2008, n°: 06-17150

¹³⁶ Cass. Com. 19 septembre 2006, n° : 04-19522, 05-14343, 05-14344, 05-15304 et 05-15305. Le Bénéfic était un fonds commun de placement qui garantissait aux souscripteurs le capital investi si les indices boursiers de référence (CAC 40) ne baissaient pas plus de 23%.

¹³⁷ A. Constantin, Les outils contractuels de gestion des risques financiers, Revue de Droit banc. et fin., novembre 2010, n° 6

¹³⁸ M. Storck, Les obligations d'information, de conseil, et de mise en garde des prestataires de services d'investissement, Bull. Joly Bourse 2007, n° 3, p. 311

« spéculative » ou se couvrir contre un risque. En définitive, le préjudice de l'investisseur ne doit pas être limité à une catégorie préexistante comme c'est le cas des instruments financiers ou par rapport à un type d'opération comme les opérations spéculatives. En effet, la pratique évolue dans le temps et le droit doit pouvoir se montrer suffisamment souple.

§2 Le choix d'une définition large

Vu la diversité des pratiques d'investissement proposées aux investisseurs susceptibles de causer un préjudice, il faut choisir un critère de rattachement suffisamment large.

A/ Le risque né de la fluctuation de l'actif – objet de l'investissement

76. Le critère commun de tous les instruments financiers est le risque qu'ils représentent. Ce critère ne permet pas bien évidemment de concevoir le concept d'instrument financier puisque d'autres produits, qui ne font pas partie de la liste des instruments financiers, présentent aussi un tel risque.

1. L'aléa inhérent à l'investissement

77. Le risque est inhérent aux investissements en instruments financiers. Certains considèrent que « *le risque est en quelque sorte le combustible de la finance*¹³⁹ ». Le risque est l'élément le plus caractéristique d'une opération financière : soit on réalise une opération spéculative, donc on prend un risque de prix¹⁴⁰, soit on se couvre contre un risque financier en effectuant une opération de couverture.

78. L'existence du risque et le besoin de se couvrir contre lui découle de la fluctuation imprévisible d'un actif au moment de la réalisation de l'opération. C'est la raison pour laquelle, pour certains les contrats financiers sont des contrats aléatoires : « *la valeur de l'objet acquis ne cesse de fluctuer d'un instant à l'autre, fluctuation de valeur économique si*

¹³⁹ Y. Paclot, Le risque, 10 ans après l'affaire Enron - Regards croisés Canada - France - États-Unis. - Le risque, l'information comptable et la finance, JCP E, n°24, 14 juin 2012, 1388

¹⁴⁰ *Idem*

rapide et aléatoire qu'elle ne se rencontre dans aucun autre marché que les marchés financiers et qu'il n'est pas possible de la déterminer au moment de l'accord des volontés¹⁴¹ ».

79. Ce risque financier parfois appelé aléa boursier, est présent cependant dans tout type de marché où le prix est déterminé par l'offre et la demande. La réalisation d'une opération financière ayant pour objet d'acquisition d'un actif financier expose l'investisseur à un risque de perte du fait de la fluctuation de la valeur dudit actif. En d'autres termes, du fait de l'impossibilité de connaître la valeur d'un actif à l'avance, il reste incertain si l'investisseur éviterait une perte ou réaliserait un gain.

80. *Le préjudice sera financier s'il provient de la fluctuation d'un titre financier ou de la valeur d'un actif financier servant de support à l'investissement.* On voit que la détermination du caractère financier de l'opération est plus économique que juridique¹⁴². Comme il a été déjà examiné le rattachement à des catégories juridiques paraît assez réducteur si l'altération de la situation de l'investisseur provient de la diminution d'une valeur. Peu importe si le préjudice résulte d'un instrument financier faisant partie de la liste légale ou d'un produit financier - le préjudice reste le même.

Ce qui est caractéristique du préjudice financier est la présence d'un risque dont l'origine provient de la fluctuation incertaine du cours d'un instrument financier ou de la valeur d'un produit financier.

2. L'augmentation du risque par la faute

81. Les instruments financiers ont une valeur qui est variable et dépend de plusieurs données économiques et financières. Le contexte dans lequel intervient un investisseur est marqué par ce risque. Il s'agit d'un risque de perte et/ou d'absence de gain. Par la réalisation de l'acte d'investissement, l'investisseur se soumet volontairement au risque de perte tout en espérant réaliser un gain.

82. Cependant, comme l'a très justement remarqué le Professeur Daigre « *acquérir des titres en bourse est une opération à risque en soi ; elle ne doit pas s'accompagner d'un risque*

¹⁴¹ M. Favero, De la notion de spéculation à une réforme de l'exception de jeu, JCP E Mars 2005, n°10, Etude n° 405, n°22

¹⁴² Voir G. Parléani, op.cité, n°17 qui considère qu'il faut déconnecter les flux (les actifs évaluable) par rapport aux sous-jacents

*supplémentaire*¹⁴³». Même si l'investisseur réalise volontairement une opération qui l'expose à un risque, ce risque ne doit pas être augmenté par la faute du responsable. En outre, le fait que le risque est inhérent aux opérations financières ne doit pas empêcher une indemnisation *juste et intégrale* des investisseurs. L'acceptation des risques d'une activité n'a jamais empêché l'indemnisation des victimes lorsque le risque a été augmenté ou créé par le responsable. L'indemnisation de la victime a été jugée comme impossible seulement dans le cas d'acceptation d'un risque normal¹⁴⁴. Si on acceptera que les risques créés par un opérateur sont des risques normaux du marché, c'est comme si un joueur accepte de « *jouer avec des dés pipés ou une table truquée* »¹⁴⁵. D'ailleurs, la Cour de cassation a jugé que la faute d'un jockey ouvrait droit à l'indemnisation du préjudice de perte de chance de gagner du parieur étant donné que cette faute ne faisait pas partie des aléas acceptés¹⁴⁶. On peut considérer comme un risque normal, celui qui est accepté par l'investisseur au moment de son investissement : par exemple le risque de perte du fait d'une mauvaise conjoncture économique qui ne pouvait pas être prévue. Si le risque est augmenté par l'acte dommageable, ce risque-là n'est plus accepté par l'investisseur et le préjudice qui en résulte doit être indemnisé.

83. D'ailleurs, les autorités publiques ne s'efforcent pas de supprimer le risque financier, ce qui serait impossible, mais d'essayer de protéger les investisseurs en le maîtrisant¹⁴⁷. Tel est l'objet de toutes règles en matière d'obligation d'information, de mise en garde et de conseil, de diversification des portefeuilles, de l'intervention des chambres de compensation en matière d'instruments dérivés, des obligations d'information périodiques *etc.* Les investisseurs qui réalisent des opérations financières et qui acceptent le risque existant, doivent être protégés non seulement de manière préventive par l'existence des règles en matière d'agrément, d'organisation des prestataires et des règles de bonne conduite, mais aussi de manière curative. On doit leur assurer une indemnisation juste et adaptée en cas de préjudice.

¹⁴³ J. Daigre, La perte d'une chance d'arbitrer à bon escient l'investissement dans une société cotée, note sous TGI de Paris (11e ch. 1) 12 septembre 2006, affaire *SIDEL*, *Revue des sociétés* 2007 p. 102. En l'espèce le risque a été augmenté par la diffusion d'une information fausse, voir *infra*

¹⁴⁴ Voir, Cass. 2^{ème} civ. 15 avril 1999, n° de pourvoi 97-15071, publié au bull.

¹⁴⁵ Boré, op. cité, n° 33

¹⁴⁶ Cass. 2^{ème} civ., 4 mai 1972, D. 1972, p. 596, note P. Le Tourneau

¹⁴⁷ Y. Paclot, op.cité : « Dès lors, la problématique du droit bancaire et financier n'est pas de supprimer totalement le risque, car cela reviendrait à supprimer l'activité financière elle-même, mais de le limiter, en protégeant si nécessaire les acteurs des marchés financiers d'eux-mêmes et de leurs appétits. »

B/ L'intérêt d'une définition large

84. L'intérêt principal d'une définition large du caractère financier est de pouvoir englober tous les préjudices susceptibles d'être subis par les investisseurs et non seulement ceux résultant d'un investissement direct en instruments financiers ou ceux résultant d'une opération boursière spéculative.

1. Prise en considération des investissements en instruments financiers indirects

85. Dès lors que le préjudice peut être considéré comme financier en cas de présence d'un risque lié à la fluctuation de la valeur d'un produit ou d'un titre, on peut aller plus loin et traiter de la même manière un préjudice qui ne résulte pas d'un investissement direct en instruments financiers. En effet, au lieu d'investir directement, un investisseur peut très bien investir en produits dont le support est cependant constitué d'instruments financiers.

On va examiner deux cas de figure – l'assurance-vie en unités de compte et les dépôts structurés.

- *Les dépôts structurés*

86. Le dépôt n'est pas en principe un produit d'investissement au sens du Code monétaire et financier qui distingue clairement les instruments financiers¹⁴⁸ et les produits d'épargne¹⁴⁹. En effet, le simple placement d'une somme qui produit des intérêts n'est pas un produit financier comme par exemple le Livret A. Cependant, parmi les produits d'épargne, visés par le Code monétaire et financier, on trouve le Plan d'épargne entreprise (PEE) qui aux termes de l'article L. 3321 du Code de travail est composé de valeurs mobilières¹⁵⁰. Or, le PEE n'est pas un simple produit d'épargne, mais un produit d'investissement. Par conséquent, peu importe la dénomination du produit, ce qui est important est de savoir si son résultat final dépend de la variation de la valeur d'un actif financier.

¹⁴⁸ Titre I du Livre II du CMF

¹⁴⁹ Titre II du Livre II du CMF

¹⁵⁰ Article L3332-1 : « *Le plan d'épargne d'entreprise est un système d'épargne collectif ouvrant aux salariés de l'entreprise la faculté de participer, avec l'aide de celle-ci, à la constitution d'un portefeuille de valeurs mobilières.* »

87. La Directive MIF¹⁵¹ 2 a soumis les dépôts structurés à certaines de ses dispositions même s'ils ne constituent pas des instruments financiers. Les prestataires d'investissement et les banques qui commercialisent ou qui donnent un conseil en matière de dépôts structurés doivent respecter les règles de conflits d'intérêts et de bonne conduite¹⁵² afin d'assurer le même degré de protection¹⁵³. Les investisseurs ont le droit aux mêmes informations qu'en cas d'un investissement direct en instruments financiers. Cette Directive prend en compte que le dépôt devient un produit financier lorsque l'investisseur est exposé à un risque financier. Le dépôt structuré est défini par la Directive MIF 2 comme un dépôt qui est remboursable à l'échéance *« dans des conditions selon lesquelles tout intérêt ou prime sera payé ou présente un risque selon une formule faisant intervenir des facteurs tels que :*

a) un indice ou une combinaison d'indices, à l'exclusion des dépôts à taux variables dont la rentabilité est directement liée à un indice de taux d'intérêt comme l'Euribor ou le Libor;

b) un instrument financier ou une combinaison d'instruments financiers;

c) une matière première ou une combinaison de matières premières ou d'autres actifs physiques ou non physiques qui ne sont pas fongibles; ou

d) un taux de change ou une combinaison de taux de change¹⁵⁴».

88. Étant donné que le support du dépôt est un actif financier, l'investisseur est exposé à un risque financier. Dès lors le préjudice susceptible de se produire doit être considéré comme *financier*. Il faut ajouter aussi que les dépôts structurés font partie du projet PRIIPS qui a pour objet d'améliorer la qualité de l'information fournies aux investisseurs dans le domaine des produits financiers. Le règlement 1286/2014 prévoit un document-clé pour l'investisseur dont le contenu sera précisé dans un acte d'application. Ce document aura pour fonction d'assurer une information préalable à l'investisseur afin de prendre une décision en pleine connaissance de cause.

- *L'assurance-vie en unités de compte*

89. Les unités de comptes ne sont pas des instruments financiers, mais un support de l'investissement financier, car elles sont composées d'instruments financiers¹⁵⁵. La somme

¹⁵¹ Directive n° 2014/65/UE

¹⁵² Art. 1^{er}, point 4 de la Directive MIF 2 qui renvoie aux articles 9, art. 16, § 2, 3, 6 et aux articles 23, 24, 25 et 26

¹⁵³ Voir cons. n° 39 de la Directive MIF

¹⁵⁴ Art. 4, point 1, 43) de la Directive MIF 2

¹⁵⁵ V. sur la composition et les actifs éligibles à l'art. R.131-1 du Code des assurances

qui sera versée, au terme du contrat de l'assurance-vie, dépendra de la valeur des actifs qui composent les unités de compte. Le souscripteur du contrat d'assurance sur la vie subit donc un risque financier. Par conséquent, son préjudice peut être aussi considéré comme financier.

2. Prise en considération des investissements en produits financiers ayant un support autre que des instruments financiers

90. Si la variation d'une valeur nous permet de définir le préjudice comme financier, il sera possible de prendre en compte le préjudice subi du fait d'un investissement dans un produit dont le support n'est pas un instrument financier. Ainsi, le support peut-il être un autre actif financier dont la valeur connaît aussi une fluctuation.

91. À l'heure actuelle on constate le développement d'investissements dans des produits présentés aux investisseurs comme « plus sûrs » que les instruments financiers. Le support peut être assez varié. On peut citer quelques exemples parmi les produits existants sur le marché: les pierres précieuses, les métaux, les chevaux, l'énergie renouvelable, des bouteilles de vin, l'énergie photovoltaïque *etc.* Ce type d'investissement fait partie de la catégorie hétérogène des biens divers. Le terme même est assez révélateur du concept : ces biens sont divers parce qu'ils connaissent une énorme diversité.

92. Les biens divers ne sont pas définis par la loi. Il est certains que les biens divers ne sont pas des instruments financiers. Par conséquent, leur commercialisation n'est pas soumise au respect des règles de bonne conduite telles qu'elles existent en matière d'instruments financiers¹⁵⁶, d'organismes de placement collectif et désormais en matière de PRIIPS. Les personnes qui les commercialisent ne sont ni soumises à un agrément, ni à des règles strictes d'organisation.

93. Les biens divers sont souvent présentés comme des produits alternatifs et plus sûrs que les instruments financiers¹⁵⁷. C'est la raison pour laquelle, les pouvoirs publics, soucieux des dérives possibles, ont choisi de réguler cette activité. Cependant, le législateur a choisi non pas de réguler les produits eux-mêmes, mais les personnes qui proposent ces produits au

¹⁵⁶ Toutefois, si les biens divers sont proposés par un Conseiller en investissement financier (CIF), le CIF est soumis aux règles de bonne conduite prévues à l'art. L.541-8-1 du Code monétaire et financier.

¹⁵⁷ Site internet qui présente le vin comme un investissement moins risqué que les instruments financiers <http://www.uwine.fr/fr/investissement-vin-grands-crus#content> ; De même on peut constater la même chose par rapport aux investissements proposés en or ou pierres précieuses <http://www.affiliatecb.com/investir-dans-les-pierres-precieuses-est-ce-pour-vous/>

public. La loi du 3 janvier 1983¹⁵⁸ encadre la commercialisation des biens divers en créant un statut particulier d'intermédiaire en biens divers. Ce dispositif a été complété par la loi du 17 mars 2014 relative à la consommation¹⁵⁹. L'article L. 550-1 du Code monétaire et financier prévoit deux catégories d'intermédiaires soumis à des régimes différents.

94. Un premier statut, plus strict a été créé en 1983. Il est prévu à l'article 550-1 I du CMF. Il s'applique aux personnes qui assurent la gestion des actifs recueillis ou proposent le rachat ou d'échange et la revalorisation du capital investi « *directement ou indirectement, par voie de communication à caractère promotionnel ou de démarchage, proposé à titre habituel à un ou plusieurs clients* » pour un investissement en « *rentes viagères ou d'acquérir des droits sur des biens mobiliers ou immobiliers* ». Ces intermédiaires doivent respecter un certain nombre de règles organisationnelles et de bonne conduite, mais beaucoup plus allégées que celles concernant les sociétés de gestion ou les prestataires de services d'investissement¹⁶⁰. La loi précise qu'ils doivent prendre la forme d'une société anonyme en cas de collecte de fonds des souscripteurs¹⁶¹. L'AMF exerce un pouvoir de contrôle *a priori* sur les informations à caractère promotionnel avant toute communication ou démarchage¹⁶².

95. L'autre catégorie, créée en 2014, concerne « *toute personne qui propose à un ou plusieurs clients ou clients potentiels d'acquérir des droits sur un ou plusieurs biens en mettant en avant la possibilité d'un rendement financier direct ou indirect ou ayant un effet économique similaire* ». L'accent est mis sur le fait que l'on propose un rendement financier, pas tellement sur le caractère professionnel de l'activité. L'activité peut être occasionnelle puisque la loi n'exige pas qu'elle soit exercée à titre habituel. Cette activité est soumise à un contrôle *a posteriori*. On constate que ce statut est moins strict que le statut créé en 1983. L'AMF peut se faire communiquer *a posteriori* tout document pour s'assurer que la réglementation est respectée. L'article L. 550-1 III prévoit que les informations à caractère promotionnel doivent être clairement identifiées en tant que telles, leur contenu doit être exact, clair et non trompeur et elles doivent permettre de comprendre les risques afférents au placement.

96. Cependant, la création de ces deux statuts ne permet pas une protection complète des investisseurs concernant tous les produits d'investissements existants. En effet, la

¹⁵⁸ Loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne

¹⁵⁹ Loi n° 2013-344 du 17 mars 2014 relative à la consommation

¹⁶⁰ Voir l'art. L. 573-8 du CMF

¹⁶¹ Art. L. 550-2 du CMF

¹⁶² Art. L. 550-3 du CMF

réglementation des biens divers ne s'applique pas dans l'hypothèse de propositions portant sur des parts sociales, des opérations de banque, des opérations régies par le Code des assurances, le Code de la mutualité et le Code de la sécurité sociale¹⁶³. Or, la souscription de parts sociales peut être encore plus dangereuse que l'acquisition d'un bien, soumis à la dépréciation, du fait de l'absence de limitation de la responsabilité des associés en cas de pertes. Devenir l'associé d'une société de personnes, expose l'investisseur à devoir payer plus que son capital initial investi en cas de pertes accumulées par la société car la responsabilité des associés d'une société de personnes est illimitée.

97. Les biens divers, tout comme les autres produits financiers, exposent les investisseurs à un risque financier en raison de la fluctuation de la valeur d'un actif. Les investisseurs sont exposés en outre à un autre risque. C'est celui de se retrouver avec un bien qui ne peut pas être cédé faute de marché liquide. Or, le rachat du bien, objet du placement, acquis par l'investisseur n'est pas une caractéristique de ce type de placement. C'est juste l'un des critères qui permet de soumettre le commercialisateur ou le gestionnaire au statut plus strict prévu à l'article L. 550-1 I du Code monétaire et financier. Pour cette raison la forme de l'investissement ne doit pas avoir une incidence sur la caractérisation du préjudice. En outre, la constitution d'une société de personne permet de contourner la réglementation des biens divers.

98. Le préjudice susceptible de résulter d'un investissement en biens divers, peu importe la forme juridique du support, est aussi financier. L'actif, qui sert de support est soumis aux fluctuations du marché (marché de vin, marché de l'or). Cette fluctuation détermine ainsi l'issue du placement, c'est-à-dire les pertes ou les gains éventuels. L'existence de ce risque financier permet de définir le caractère financier du préjudice.

99. Pour résumer, il est possible de subir un préjudice résultant d'un investissement en instruments financiers direct ou indirect. Ce n'est pas l'objet de l'investissement qui doit dicter le caractère financier du préjudice, mais la présence du risque financier qui rend l'issue de l'opération incertaine du fait de la fluctuation de la valeur des actifs. Le préjudice final subi sera soit une perte subie du fait de la baisse de valeur d'un actif, soit un manque à gagner du fait de l'absence d'augmentation de la valeur de l'actif. « *Il est financier en ce qu'il a pour cause et pour conséquence l'amoindrissement d'une valeur exprimée en monnaie*¹⁶⁴ » et on

¹⁶³ Art. L. 550-1, VI 2° du CMF

¹⁶⁴ L. Aynès, L'appréhension du risque financier par le Droit : propos conclusifs, Revue de Droit bancaire et financier n° 6, Novembre 2010, étude 37

peut ajouter l'absence de gain du fait de cet amoindrissement. Un autre type de préjudice a été déjà mentionné, celui de ne pas pouvoir céder un actif faute de marché liquide. Ce préjudice ne résulte pas de la variation d'une valeur et ne peut pas être considéré comme un préjudice financier *stricto sensu*. Cependant, tout comme le préjudice financier il mérite une indemnisation adaptée. En effet, l'investisseur peut subir une perte qui résulte de la baisse de la valeur de l'actif acquis par exemple. Cependant, en cas d'impossibilité de déterminer le lien entre la faute et la perte financière, il est possible d'établir un autre type de préjudice qui peut être indemnisé, mais suivant un autre mode de calcul que le préjudice financier *stricto sensu*. Nous allons voir ainsi dans la première partie de la présente étude que d'autres types de préjudices peuvent être subis par les investisseurs sans pour autant constituer des préjudices financiers *stricto sensu*.

100. Conclusion. Le particularisme du concept de préjudice financier est déjà bien précisé à partir des notions de « *décision d'investissement* » et du « *risque financier* ». Ces notions font partie intégrante du concept et nous permettent d'entamer à présent l'étude de l'indemnisation du préjudice financier. Il faut préciser dès à présent que la détermination du caractère financier du préjudice nous permettra de définir les différents types de préjudices susceptibles de se produire et distinguer notamment le préjudice financier proprement dit des autres types de préjudices. Le préjudice financier tel qu'il résulte de la variation de la valeur d'un titre ou d'un produit financier n'est pas un concept matériel. Tout comme les biens du droit financier qui sont dématérialisés¹⁶⁵ et immatériels, le préjudice financier est une notion qui relève de l'immatériel. Le préjudice apparaît le plus souvent comme une perte subie. En fait, il s'agit d'une valeur inscrite sur un compte résultant de la baisse du cours d'un titre ou d'un produit financier. C'est une valeur qui relève de l'immatériel, même si pour les investisseurs la perte est bien réelle. Cette nature immatérielle se manifeste plus clairement en ce qui concerne le manque à gagner, la perte de chance ou le préjudice moral. Juridiquement, ces différents types de préjudices sont indemnisables à condition d'être certains, directs et personnels. Il n'en demeure pas moins qu'ils relèvent de l'immatériel et ils accèdent au monde juridique, car le droit leur confère une valeur.

¹⁶⁵ C. Hannoun, La dématérialisation de l'entreprise. Essai sur les dimensions immatérielles de l'entreprise, (dir.), L'Harmattan 2010 ; C. Hannoun, L'émergence de l'entreprise-marchandise, Revue de droit du travail 2010 p.22 ; H. Causse, Principe, nature et logique de la dématérialisation, JCP E, 1992, I, 194)

101. Si le préjudice financier n'est pas perceptible de la même manière qu'un préjudice corporel ou un simple préjudice patrimonial (par ex. la destruction ou détérioration d'un bien corporel), il n'est pas totalement détaché de l'ordre du matériel. Le matériel apparaît dans la perception de l'investisseur de son environnement. L'atteinte de cette perception relève du matériel et se traduit juridiquement par le dommage subi du fait de l'acte dommageable. Le dommage précède le préjudice et fait partie intégrante de la chaîne des événements qui aboutit au préjudice financier final. Le dommage est constitué par une atteinte à la perception de l'environnement financier par l'investisseur. Cette atteinte est bien matérielle. Il faut préciser d'emblée que le matériel est entendu dans un sens large, car il s'agit d'une perception, même si comme on va le voir le dommage est une situation factuelle qui n'exige pas un jugement de valeur.

102. La "distinction cartésienne de l'esprit et de la matière qui a exercé une si grande influence sur la pensée humaine¹⁶⁶" se révèle en matière financière à travers la distinction entre le dommage et le préjudice. Cette distinction que nous allons examiner plus en détail dans la première partie de notre étude permettra d'identifier le préjudice financier « pur » et de caractériser les autres préjudices susceptibles de se produire afin d'essayer de trouver des solutions d'indemnisation adaptées à chaque type de préjudice.

Cette étude sera ordonnée à partir de deux parties :

Partie I L'identification du préjudice financier ;

Partie II L'Indemnisation du préjudice financier.

¹⁶⁶ F. Terré, Le droit de l'immatériel, avant-propos, arch. Ph. Droit. Tome 43, Sirey, 1999, p.11

Première Partie

L'identification du préjudice financier

103. Nous avons défini le préjudice financier comme le préjudice résultant de la variation d'une valeur ou du cours d'un titre. Cette définition permettra d'identifier le préjudice. En premier lieu, il faut examiner les difficultés d'identification du préjudice financier et la manière dont la jurisprudence a contourné le problème. En second lieu, nous allons voir que le recours au droit commun permet non seulement de surmonter les difficultés constatées mais aussi d'édicter une méthode d'identification en fonction du moment de la prise de la décision d'investissement.

104. Dans le second titre la méthode établie sera confrontée avec le contexte financier. Le préjudice sera établi en fonction du moment de la décision d'investissement. Or, suivant le moment de la commission de l'acte dommageable, le dommage qui est l'origine du préjudice est différent. Il peut s'agir d'un préjudice résultant d'une décision d'investissement non éclairée lorsque l'acte dommageable intervient avant la décision d'investissement et d'un préjudice résultant de l'augmentation du risque de perte ou de la diminution de la chance de gain lorsque l'acte dommageable intervient après la décision d'investissement.

Le plan que nous adoptons est le suivant :

Titre I L'identification du préjudice financier en tant que résultat d'un processus dommageable ;

Titre II L'établissement du préjudice financier suivant son origine.

Titre Premier

L'identification du préjudice financier en tant que résultat d'un processus dommageable

105. Malgré la possibilité de définir le préjudice financier, son identification peut engendrer des difficultés au regard notamment des exigences d'un préjudice certain, direct et personnel de droit commun. La jurisprudence a surmonté ces difficultés par le recours à la notion de perte de chance. Cependant, son application n'est pas toujours adaptée à la matière financière. En outre, le préjudice peut être identifié par le recours à la distinction entre le dommage et le préjudice. Cette distinction bien connue de droit commun peut être parfaitement mise au service de l'identification du préjudice en matière financière. Le constat des difficultés d'identification du préjudice financier au regard des règles de droit commun (Chapitre I) sera suivi de l'examen d'une approche différente d'identification (Chapitre II) :

Chapitre I Difficultés d'identification au regard des caractères d'un préjudice réparable

Chapitre II Possibilité d'identification par la distinction entre le dommage et le préjudice

Chapitre Premier

Difficultés d'identification au regard des caractères d'un préjudice réparable

106. Le fonctionnement des marchés financiers et la présence notamment du risque financier ne doivent pas empêcher l'indemnisation du préjudice subi. En effet, les comportements susceptibles de causer un préjudice peuvent porter atteinte au bon fonctionnement des marchés financiers ou augmenter le risque déjà présent. Il est possible de constater que la nature faute a une incidence considérable sur l'identification du préjudice qu'elle entraîne. Cependant, il existe un certain nombre de difficultés qui empêchent l'identification et l'indemnisation intégrale du préjudice financier. En premier lieu, il faut examiner les difficultés d'identification du préjudice (section 1) et en deuxième lieu la manière dont la jurisprudence a pu surmonter ces difficultés (section 2).

Section 1 Les difficultés d'identification du préjudice financier

107. Le terme préjudice désigne toute « *lésion d'un intérêt d'ordre patrimonial ou extrapatrimonial subi par une personne*¹⁶⁷ ». Le préjudice est l'une des trois conditions de la responsabilité civile, contractuelle ou délictuelle. Longtemps ignoré par la doctrine, le préjudice fait l'objet aujourd'hui de nombreuses études¹⁶⁸ ayant pour objet soit d'étudier la notion même de préjudice soit d'analyser un type de préjudice en particulier. Si le préjudice est « *demeuré dans l'ombre des autres conditions que sont le fait générateur et la causalité*¹⁶⁹ », aujourd'hui le fait générateur est pris en compte juste pour déterminer la spécificité ou du moins le particularisme du préjudice qui en résulte. En outre, la logique indemnitaire a conduit à l'indemnisation de toute sorte de préjudice, surtout s'agissant des

¹⁶⁷ P. Brun, Responsabilité civile extracontractuelle, 3^{ème} éd. LexisNexis, 2014, n°175

¹⁶⁸ X. Pradel, Le préjudice dans le droit de la responsabilité, préf. P. Jourdain, LGDJ, 2004 ; L. Cadet, Le préjudice d'agrément, Poitiers, 1983 ; S. Rouxel, Recherche sur la distinction du dommage et du préjudice en droit civil français, th. Grenoble II, 1994 ; A. Bascoulergue, Les caractères du préjudice réparable, réflexion sur la place du préjudice dans le droit de la responsabilité civile, Th. Lyon III, 2011 ; L. Cadet, « Les métamorphoses du préjudice », dans Les métamorphoses de la responsabilité, Puf, 1998, p. 37 ; M. Deguerge, Rapport introductif, dans « Le préjudice : regards croisés privatistes et publicistes », RCA 2010. Dossier 2 ; F. Leduc, « Faut-il distinguer le dommage et le préjudice ? Point de vue privatiste », dans « Le préjudice : regards croisés privatistes et publicistes », RCA 2010. Dossier 3 ; C. Paillard, « Faut-il distinguer le dommage et le préjudice ? Point de vue publiciste », dans « Le préjudice : regards croisés privatistes et publicistes », RCA 2010. Dossier 4 ; D. Mazeaud, « La notion de préjudice », dans D. Mazeaud et alii, Droit de la responsabilité, Lamy, n° 290 s.

¹⁶⁹ *Idem*

préjudices d'ordre moral¹⁷⁰. Ce n'était pas pour autant la logique suivie initialement en droit financier. Le contraste entre le droit financier et le droit commun est facile à établir à partir de l'examen des conditions du préjudice réparable : l'exigence d'un préjudice elle-même (§1) et les caractères du préjudice réparable dont l'application s'avère assez délicate en matière financière (§2).

§1. L'exigence d'un préjudice

108. Aux termes de l'article 1382 du Code civil « *Tout fait quelconque de l'homme, qui cause à autrui un dommage, oblige celui par la faute duquel il est arrivé à le réparer* ». Il résulte de cette célèbre formule un principe général d'indemnisation pour faute. En vertu de ce principe, tout type de préjudice est susceptible d'être indemnisé. Ce principe conduit à une indemnisation de toute sorte de préjudice (A). Cependant, en matière financière on a pu constater une certaine réticence (B).

A/ L'acceptation large des préjudices indemnisables en droit commun

109. Le préjudice est l'une des conditions de la responsabilité civile. La responsabilité civile est gouvernée par le principe que tout type de préjudice présentant certains caractères peut être indemnisé. Cependant, la notion de préjudice n'est pas définie dans le Code civil. De même, en dépit du fait que le préjudice est l'une des constantes de la responsabilité, la notion de préjudice a été peu étudiée par la doctrine : « parmi les éléments constitutifs de la responsabilité civile, le préjudice est celui dont l'existence soulève le moins de discussion¹⁷¹ ».

110. En outre, le Code civil mentionne le préjudice et le dommage sans poser des exigences par rapport à leur existence. Traditionnellement on enseignait que le préjudice doit être établi

¹⁷⁰ P. Brun, op. cité, n° 176 : « ...on tend dans le droit positif actuel à discerner un préjudice derrière toute atteinte à un droit subjectif ».

¹⁷¹ H.,L. Mazeaud et A/ Tunc, Traité théorique et pratique de la responsabilité civile délictuelle et contractuelle, t. I, 6^{ème} éd. Montchrestien, 1965

par celui qui se prétend victime¹⁷². Si la faute et le lien de causalité peuvent être présumés, tel ne sera pas le cas du préjudice, qui doit être en principe toujours prouvé¹⁷³.

111. Au premier abord l'indemnisation du préjudice financier ne doit pas poser de problèmes. Le préjudice financier est par essence un préjudice patrimonial. Comme en droit français il n'existe pas de liste préétablie, définissant les préjudices indemnifiables, le préjudice financier doit être *nécessairement* indemnifiable.

L'absence de limites par rapport au préjudice indemnifiable est tempérée par l'exigence prétorienne de la preuve d'un préjudice subi.

1. L'absence de liste de préjudices indemnifiables

112. Le préjudice indemnifiable de droit français est un « concept ouvert »¹⁷⁴. Il est considéré comme la lésion d'un « simple intérêt » ce qui laisse une grande liberté au juge pour la détermination des préjudices indemnifiables¹⁷⁵. L'absence de limites a pour conséquence que tout type de préjudice peut être potentiellement indemnisé. Cette "idéologie d'indemnisation" a été dénoncée¹⁷⁶. Par opposition, on donne à titre d'exemple le droit allemand qui énumère dans son code civil les intérêts légalement protégés (§ 823 du Code civil allemand). Le droit anglais, dispose aussi d'une liste de *torts*, en plus il définit pour chaque type de *tort* le préjudice qui en résulte¹⁷⁷.

113. Il faut ajouter que la logique d'indemnisation de droit français a été inscrite dans les projets de réforme de droit des obligations. L'article 1343 de l'avant-projet de réforme du droit des obligations proposé par Pierre Catala retient que le préjudice réparable est « *tout préjudice certain consistant dans la lésion d'un intérêt licite, patrimonial ou extrapatrimonial, individuel et collectif* ». On ne trouve aucune limitation dans cette proposition. Toutefois, le projet de réforme du droit de la responsabilité civile, réalisé sous la direction de François Terré, contient une limitation concernant cependant seulement les cas de responsabilité sans faute. Ils sont appelés « délits spéciaux » et le texte réduit leur indemnisation aux « atteintes à

¹⁷² F. Terré, P. Simler, Y. Lequette, Droit civil. Les obligations, Précis Dalloz, 7^{ed}. 1999, n°668

¹⁷³ *Idem*

¹⁷⁴ X. Pradel, Le préjudice dans le droit de la responsabilité civile, LGDJ 2003

¹⁷⁵ *Idem*

¹⁷⁶ L. Cadier, Les métamorphoses du préjudice, in Les métamorphoses de la responsabilité, 6^e journée R. Savatier, PUF, 2007

¹⁷⁷ G. Viney, P. Jourdain, Les conditions de la responsabilité 4^{ème} éd. p. 10 et s.

l'intégrité physique et psychique de la personne »¹⁷⁸. L'avant-projet de loi retient la conception du projet Catala. Aux termes de l'article 1235 de l'avant-projet « *est réparable tout préjudice certain résultant d'un dommage et consistant en la lésion d'un intérêt licite, patrimonial ou extrapatrimonial, individuel ou collectif* ».

114. Ces différents projets de réformes ne remettent pas en cause l'indemnisation des préjudices patrimoniaux et donc le préjudice financier. Cette limitation relative aux responsabilités sans faute ne doit pas avoir de conséquences sur le préjudice financier. Celui-ci doit résulter de la commission d'une faute, peu importe si elle est intentionnelle ou par simple négligence. Etant donné que l'investisseur accepte le risque de passer une opération susceptible de donner lieu à une perte, le fondement du préjudice doit être nécessairement la commission d'une faute. Du fait de l'acceptation des risques financiers normaux, il ne peut pas y avoir un préjudice sans faute¹⁷⁹. En outre, le fonctionnement des marchés financiers ne doit pas être entravé par l'indemnisation de préjudices « sans faute ».

2. La nécessité d'un préjudice

115. La jurisprudence n'a pas fait preuve d'une extrême exigence concernant la preuve de l'existence d'un préjudice¹⁸⁰. La Cour de cassation a d'ailleurs accepté que "*les juges du fond justifient l'existence du préjudice invoqué par l'évaluation qu'ils en font* »¹⁸¹. Par conséquent, la seule évaluation du préjudice par les juges du fond semble suffisante. Cependant, même si l'existence du préjudice peut ressortir de son évaluation, le juge du fond doit au préalable bien constater un préjudice.

116. L'examen de la doctrine et de la jurisprudence sur la question de la nécessité d'un préjudice témoignent des avis assez divergents. S'agissant de la doctrine, il faut évoquer deux courants doctrinaux. Certains auteurs ont nié la nécessité de prouver un préjudice dans

¹⁷⁸ Rémy et Borghetti, Présentation de projet de réforme de la responsabilité délictuelle, in Pour une réforme du droit de la responsabilité civile, F. Terré (dir.), Dalloz, Coll. Thèmes et commentaires, 2011, p. 75 et s.

¹⁷⁹ La jurisprudence accepte d'indemniser une victime qui subit un préjudice dans l'exercice d'une activité sportive risquée. Cependant, il faut prouver une faute « caractérisée ». V. Cass. Civ. 2^{ème}, 20 novembre 2014, n°13-23759. À ce titre, on peut évoquer le système américain qui accepte d'indemniser les préjudices subis sur les marchés financiers, mais à des conditions de preuve de la faute assez strictes. La victime doit prouver aussi l'intention (*scier*) du responsable. Voir *infra* n°713

¹⁸⁰ G. Viney et P. Joudain, Les conditions de la responsabilité, n°248

¹⁸¹ Ass. plén., 26 mars 1999, Ch.mixte, 6 septembre 2002

l'hypothèse de l'inexécution d'un contrat¹⁸². Cette doctrine a été critiquée et si certains tribunaux ont admis une responsabilité sans besoin de prouver l'existence d'un préjudice, d'autres décisions, approuvées par la majorité de la doctrine exigent bien la constatation d'un préjudice¹⁸³. Un deuxième courant doctrinal critique les dérives de la jurisprudence, notamment en matière contractuelle, et défend la place essentielle du préjudice au sein des conditions de la responsabilité¹⁸⁴.

117. La jurisprudence s'est montrée assez pragmatique et dans certains domaines elle n'exige pas la preuve d'un préjudice. Ainsi, dans certains domaines, la spécificité de la matière peut justifier l'entorse à l'exigence de la preuve d'un préjudice¹⁸⁵. En matière de concurrence déloyale, la difficulté de prouver la perte de la clientèle suite aux actes de concurrence déloyale a permis à la jurisprudence d'indemniser la victime sans exiger la preuve d'un préjudice. Les juges affirment que cette preuve n'est pas nécessaire dès lors que l'acte déloyal est constaté¹⁸⁶. Certaines décisions récentes affirment qu'un tel acte entraîne nécessairement un dommage¹⁸⁷. Cette jurisprudence a été appliquée aussi en matière d'actes parasitaires¹⁸⁸. Par souci de protéger la victime, les juges ont présumé l'existence du préjudice. Les allègements probatoires ont été appliqués dans des hypothèses qui impliquent, selon la jurisprudence, « *nécessairement un dommage* ». Tel est le cas aussi en matière de droits de la personnalité : la Cour de cassation a jugé que « *la seule constatation d'une atteinte à la vie privée ouvre droit à réparation* »¹⁸⁹. Dans d'autres situations aussi la jurisprudence a jugé que l'inexécution d'une obligation implique nécessairement un préjudice¹⁹⁰. La présomption de préjudice a été ainsi appliquée en matière de violation d'une clause de non-concurrence¹⁹¹. Le préjudice qui en résulte est soit le trouble commercial, soit un dommage moral¹⁹². De même, on peut citer un arrêt de la Cour de cassation qui a énoncé que le manquement du médecin à son obligation d'information cause nécessairement un dommage au patient. Dans le même sens, la Première Chambre civile de la Cour de cassation a jugé que "*si l'obligation est de ne*

¹⁸² D. Tallon, L'inexécution du contrat : pour une autre présentation, RTD civ. 1994, p. 223 ; Rémy P., La responsabilité contractuelle : histoire d'un faux concept, RTD. civ. 1997, p. 323

¹⁸³ Voir G. Viney et P. Jourdain, Les conditions de la responsabilité, n°20 et la jurisprudence citée.

¹⁸⁴ X. Pradel, Le préjudice dans le droit de la responsabilité civile, LGDJ 2003, le préjudice étant pour cet auteur un « *intérêt légitime juridiquement protégé* »

¹⁸⁵ Voir G. Viney et P. Jourdain, op. cité, n° 10

¹⁸⁶ Com. 10 janv. 1989, D. 1990, somm. 75, observation Y. Serra

¹⁸⁷ Com. 28 sept. 2010, n°09-69272, Com. 26 juin 2012, Resp. civ. et assur. 2012, comm. n° 292

¹⁸⁸ Com. 30 janv. 2001, JCP 2001, I, 340, obs. G. Viney

¹⁸⁹ 1ère civ. 5 nov. 1996, JCP 1997, II, 22805, note J. Ravanais

¹⁹⁰ Voir G. Viney et P. Jourdain, op. cité, n° 10

¹⁹¹ Civ. 1ère, 31 mai 2007, n°05-19978, JCP G, I, 185, N°3, obs. P. Stoffel-Munck

¹⁹² Voir G. Viney et P. Jourdain, op. cité

*pas faire, celui qui y contrevient doit des dommages et intérêts du seul fait de la contravention*¹⁹³.

118. La jurisprudence a amélioré la situation des victimes qui devraient rapporter une preuve trop difficile. Tel est le cas de la perte de clientèle ou le préjudice résultant de l'atteinte de la vie privée. Dans ces deux situations le préjudice est difficile à prouver et à chiffrer. On ne peut pas reprocher à la jurisprudence de vouloir indemniser des victimes qui se trouvent dans une situation délicate. Mais cette difficulté résulte-t-elle plus du fait qu'il s'agit dans la plupart des cas d'un préjudice moral, qui est par principe difficile à prouver et encore plus difficile à chiffrer ?

La volonté jurisprudentielle d'indemniser les victimes a trouvé son écho en doctrine¹⁹⁴. La doctrine a pu expliquer ce phénomène par l'existence de régimes de responsabilité punitifs et non seulement indemnitaires. On va examiner à présent ces mécanismes et leur application éventuelle en matière financière. On examinera successivement la peine privée (a), la violation d'un droit subjectif (b) et l'aspect moral du préjudice (c).

a) L'idée de peine privée

119. Les décisions prises en matière d'atteinte à la vie privée et en concurrence déloyale peuvent trouver une justification dans l'idée de peine privée¹⁹⁵. La présomption du préjudice par la jurisprudence peut être justifiée par l'idée que l'indemnisation constitue une sorte de "peine privée"¹⁹⁶. Selon Madame Carval, la condamnation à des dommages et intérêts sans la constatation du préjudice a pour finalité non seulement d'indemniser la victime, mais constitue aussi une véritable « peine » pour le responsable. Selon l'auteur, cette notion est très présente dans le contentieux de concurrence déloyale¹⁹⁷.

120. Toutefois, la notion de peine privée ne peut pas justifier toutes les exemptions de preuve du préjudice et notamment celle en matière de manquement à une obligation contractuelle de

¹⁹³ Civ. 1ere. 10 mai 2005, RDC 2006, p. 326, note D. Mazeaud ; RTD civ. 2005, p.594, J. Mestre et B. Fages, p. 600 P. Jourdain, Civ. 1ere. 14 oct. 2010, n°09-69928, RDC 2011, p. 453, note S. Carval, RTD civ. 2011, p. 781, obs. B. Fages

¹⁹⁴ V. cependant la thèse M. Bascoulergue, préf. S. Porchy-Simon, Presses Universitaires d'Aix-Marseille qui préconise un encadrement du préjudice réparable

¹⁹⁵ Cette idée justifie plus difficilement la dispense de preuve en matière de manquement à une obligation de ne pas faire C. Boillot, Les obligations de ne pas faire, RTD.com. 2010, p. 243 et s.

¹⁹⁶ S. Carval, La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée, préf. G. Viney, LGDJ 2005

¹⁹⁷ Carval, op.cité, n° 120, 124 et s.

ne pas faire. Selon certains auteurs le Code civil¹⁹⁸ ne dispense le créancier que de la mise en demeure du débiteur, mais ne le dispense pas de prouver son préjudice¹⁹⁹. Cette interprétation est confirmée à la lecture du nouvel article 1231 du Code civil : « *A moins que l'inexécution soit définitive, les dommages et intérêts ne sont dus que si le débiteur a préalablement été mis en demeure de s'exécuter dans un délai raisonnable* ». A notre avis, la dispense de preuve du préjudice peut être réservée aux seuls cas de violation d'une clause de non concurrence, car la sanction peut être justifiée par la peine privée.

121. Il faut remarquer que la présomption du dommage n'a pas été appliquée aux pratiques anti-concurrentielles²⁰⁰. On peut considérer que notion de peine privée peut trouver une application aux seuls cas où la faute n'implique pas une responsabilité pénale et/ou administrative. En effet, les pratiques anti-concurrentielles peuvent être sanctionnées par le juge pénal et par l'Autorité de la concurrence. La notion de peine privée ne se justifie pas lorsque la faute peut être sanctionnée aussi par le juge sur d'autres fondements²⁰¹. Cette notion n'est utile que dans les hypothèses où le juge ne dispose pas d'un « *autre outil répressif*²⁰² ».

122. Application de la peine privée en matière financière. La notion de « peine privée » ne devrait pas justifier une présomption du préjudice lorsque la faute est susceptible d'être punie par une sanction administrative et pénale sans rejeter bien évidemment la fonction punitive de la réparation. En effet, dans le domaine des marchés financiers l'activité est strictement encadrée par des textes de niveau communautaire et national. En matière financière, la faute est susceptible de donner lieu à des poursuites par les autorités de régulation (AMF, ACPR) et à des poursuites pénales lorsque la faute constitue aussi un délit pénal (*cf.* diffusion de fausses informations, manipulation de marché, délit d'initié).

123. De lege ferenda. Cette notion de « peine privée » peut se montrer très utile si on souhaite renforcer la responsabilité de l'auteur d'une faute. La « peine privée » permettrait ainsi de justifier une réparation au-delà du préjudice réellement subi sans aller jusqu'à une présomption du préjudice. Ainsi, la réparation aura pour fonction non seulement de réparer un préjudice constaté, mais aussi de sanctionner le responsable lorsque sa faute est tellement

¹⁹⁸ Ancien art. 1145 du Code civil

¹⁹⁹ Voir G. Viney et P. Jourdain, *op. cit.*, p. 12

²⁰⁰ M. Chagny, La place des dommages et intérêts dans le contentieux des pratiques anticoncurrentielles, *Rév. Lamy de la concurrence*, août-octobre 2005, n°340, p. 186 et s.

²⁰¹ Carval, *op. cit.*, n°191

²⁰² *Idem*

grave qu'elle nécessite une sanction plus lourde. L'outil juridique bien connu dans d'autres pays c'est le recours à des dommages et intérêts punitifs. Or, le droit positif actuel n'indemnise que le préjudice subi. D'après une formule bien connue, l'objet de la réparation c'est de réparer tout le préjudice, mais rien que le préjudice, plus connu sous le terme de réparation *intégrale*²⁰³. L'idée d'une peine privée peut servir de fondement pour punir les fautes dites lucratives²⁰⁴ en matière par exemple de délit d'initié²⁰⁵.

Peut-on invoquer une autre justification permettant de présumer le préjudice et est-ce qu'on peut concevoir un préjudice résultant nécessairement de la faute invoquée ?

b) La violation d'un droit subjectif

124. Nous avons envisagé quelques hypothèses dans lesquelles les juges acceptent d'indemniser une victime du seul fait de la constatation de la faute sans exiger la preuve d'un préjudice moral. En fait, compte tenu qu'il est très difficile de prouver une peine seulement psychologique, le préjudice moral pose des problèmes de preuve et d'évaluation. Si aujourd'hui le préjudice moral est indemnisable, l'évaluation de la souffrance psychologique serait toujours très difficile. Intégrer le préjudice dans la commission de la faute permet ainsi d'assouplir les conditions de la responsabilité.

125. En effet, l'intégration de l'atteinte dans la commission de la faute permet de présumer le préjudice et de reconnaître un droit subjectif²⁰⁶. Ainsi, le droit au respect de la vie privée permet de sanctionner l'atteinte à celle-ci. Le préjudice est présumé du seul fait de la commission de la faute. L'idée de reconnaissance d'un droit subjectif dont la seule violation constitue un préjudice peut expliquer certaines solutions jurisprudentielle et notamment le préjudice qui naît du manquement à l'obligation d'information du médecin des risques d'un acte médical. La Cour de cassation a toujours fondé la responsabilité du médecin sur l'article 1147 du Code civil et le manquement à l'obligation d'information donnait naissance à un préjudice qualifiée de perte de chance – celle d'éviter le préjudice corporel. La Cour de

²⁰³ L'utilité de l'introduction des dommages et intérêts punitifs sera examiné dans le chapitre II du titre I et dans le chapitre II du titre II.

²⁰⁴ C'est une faute dont les conséquences profitables, pour leur auteur, ne sont pas neutralisées par la simple réparation des dommages causés.

²⁰⁵ V. *infra* n° 727 et s., n°910

²⁰⁶ T. Azzi, « Les relations entre la responsabilité civile délictuelle et les droits subjectifs », RTD civ. 2007. 227

cassation a opéré un revirement en 2010²⁰⁷. La Première Chambre civile de la Cour de cassation a écarté la responsabilité contractuelle et a condamné le médecin, ayant violé son obligation d'informer le patient sur les risques d'un acte médical, sur le fondement des articles 16, 16-3, alinéa 2, et 1382 du Code civil. Or, les articles 16 et 16-3 Civil reconnaissent le droit au respect du corps humain et de la dignité de la personne. Le droit au respect du corps humain, droit subjectif, sert-il ainsi de fondement à la présomption de préjudice. Dans l'arrêt de revirement la Cour de cassation indemnise un préjudice moral et non pas une perte de chance d'éviter un dommage corporel²⁰⁸.

126. Application en matière financière. Dans le domaine financier, plusieurs règles juridiques imposent une information détaillée au bénéfice des investisseurs. Il a été très justement remarqué qu'il « *devient dès lors paradoxal d'élargir et de renforcer le contenu de l'obligation d'information, pour ensuite écarter systématiquement toute action en réparation en cas de violation de cette obligation en raison de l'incertitude affectant le lien causal entre cette faute et le dommage*²⁰⁹ ». A l'état actuel, la jurisprudence applique la perte de chance en cas de manquement à l'obligation d'information par un prestataire de service d'investissement²¹⁰. Il n'est pas illégitime de concevoir un droit subjectif à l'information, en droit financier car l'information joue un rôle important pour tous les investisseurs. Cependant, le revirement de 2010 en matière médicale, déjà évoqué, a un domaine limité circonscrit par son visa (les articles 16 et 16-3 du Code civil) reconnaissant un droit au respect du corps humain et à la dignité²¹¹. Or, l'information en matière financière a pour objet de protéger un intérêt patrimonial.

c) L'aspect moral du préjudice

127. La volonté d'indemniser la victime peut trouver une justification dans la thèse de Monsieur Calfayan²¹². Selon cet auteur l'aspect moral du préjudice fait partie de la notion

²⁰⁷ Cass. 1re civ., 3 juin 2010, n° 09-13.591, voir note de S. Porcfy-Simon, Revirement de la Cour de cassation quant à la sanction du défaut d'information du patient, JCP G 2010, n° 28, , somm. N° 788

²⁰⁸ Dans le même sens de S. Porcfy-Simon, Revirement de la Cour de cassation quant à la sanction du défaut d'information du patient, op.cité

²⁰⁹ Propos tenus par rapport au dommage corporel du patient, Voir M. Bacache, Le défaut d'information sur les risques de l'intervention : quelles sanctions ? Pour une indemnisation au-delà de la perte de chance, D. 2008, p. 1908

²¹⁰ Voir *supra*, Chapitre II

²¹¹ Voir sur la différence de la perte de chance et le dommage moral M. Bacache, Le défaut d'information sur les risques de l'intervention : quelles sanctions ? Pour une indemnisation au-delà de la perte de chance, op.cité

²¹² C. Calfayan, Essai sur la notion de préjudice, thèse Paris I 2007

même du préjudice - le préjudice étant non seulement une *perte à indemniser*, mais aussi une *atteinte à sanctionner*. Dans sa thèse, l'auteur évoque une fonction normative de la responsabilité qui aurait pour finalité d'émerger certains droits en sanctionnant les coupables²¹³. Si on prend en compte l'aspect moral du préjudice et l'atteinte qu'il faut indemniser, on pourrait justifier l'existence de préjudices moraux pour lesquels la victime doit juste établir le fait générateur. Celui-ci est confondu avec le préjudice qui en résulte.

128. Application en matière financière. L'aspect moral du préjudice peut justifier une indemnisation qui va répondre au besoin d'indemniser un préjudice moral mais aussi de sanctionner un comportement fautif. Dans le domaine financier nous allons voir que cette hypothèse peut être transposée en matière de manquement à une obligation d'information ou de mise en garde²¹⁴.

129. En dehors de ces situations, à savoir les fautes lucratives et l'inobservation d'une obligation d'information et de mise en garde, il ne faut remettre en cause l'importance de la preuve du préjudice. L'existence du préjudice doit demeurer une condition nécessaire à la responsabilité civile²¹⁵. Si la victime prétend avoir subi un manque à gagner ou une perte financière, elle devra en rapporter la preuve de l'existence de son préjudice. Or, comme on va le voir, cette preuve n'est pas très facile à établir dans le domaine financier. En outre, il faut examiner la réticence initiale d'indemniser tout type de préjudice en matière financière.

B/ Le constat d'une réticence initiale en droit financier

130. Le préjudice susceptible d'être subi peut résulter de l'inobservation d'une règle professionnelle d'organisation (par ex. conflit d'intérêts, agrément de l'émetteur pour l'exercice d'un service financier) ; d'une règle de bonne conduite (obligation d'information, de mise en garde, de conseil financier ou protections des fonds des clients) et d'une infraction boursière (manipulation de cours, la diffusion d'informations fausses ou trompeuses ou délit d'initié).

131. Dans toutes ces situations, la reconnaissance même du préjudice pose des difficultés de preuve. On peut constater qu'à aucun moment la jurisprudence n'a facilité la situation de

²¹³ C. Calfayan, op. cité, p. 95

²¹⁴ Carval, op.cité, n°245 et s. D'ailleurs, l'auteur défend l'idée que la peine privée doit être appliquée dans le domaine des obligations d'informations et de réticence dolosive

²¹⁵ Voir G. Viney et P. Jourdain, op. cité, p. 14

l'investisseur et elle n'a pas présumé le préjudice. Avant d'examiner le véritable obstacle qui empêche une indemnisation intégrale de l'investisseur (2), il faut envisager les obstacles qui ont été mis en avant soit par la doctrine soit par la jurisprudence afin d'empêcher le développement du contentieux (1).

1. Les obstacles avancés afin d'empêcher le développement du contentieux

Plusieurs difficultés doivent être évoquées concernant les fautes susceptibles de causer un préjudice et notamment la distinction entre les règles d'organisation et de bonne conduite (a) et l'intérêt protégé par la réglementation financière (b), et le problème de l'identification des victimes elles-mêmes (c).

a) Distinction règle d'organisation/ règle de bonne conduite

132. Les prestataires de services d'investissement sont soumis à plusieurs règles professionnelles (d'agrément, d'organisation ou de bonne conduite). La question qui se pose est de savoir si la violation de ces règles peut donner lieu à une sanction civile. On rappelle que l'établissement de la faute ne suffit pas, puisqu'il faut prouver l'existence d'un préjudice. Selon certains, accepter facilement l'existence d'un préjudice risquerait le développement d'un contentieux non maîtrisé²¹⁶. Afin de limiter ce risque, il serait possible d'emprunter deux voies. Premièrement, il serait possible d'accepter d'indemniser les préjudices résultant des règles de bonne conduite en excluant la violation des obligations professionnelles d'organisation²¹⁷. La deuxième voie possible est celle qui consiste en « *une appréciation très exigeante de la causalité* »²¹⁸. S'agissant de la première voie, le législateur n'a pas limité les actions en responsabilité à l'inobservation des seules règles de bonne conduite. D'ailleurs, une telle limitation ne trouve aucune justification dans les textes. En outre, il a été observé en visant l'article L.533-10, 6° et 7° du CMF que le « *législateur n'a pas complètement cloisonné les deux types d'obligations puisqu'on trouve l'obligation de sauvegarde des titres et des fonds appartenant aux clients [obligation de bonne conduite] au titre des obligations professionnelles*²¹⁹ ». Or, l'absence nette de distinction entre les deux types d'obligation

²¹⁶ T. Bonneau et F. Drummond, Droit des marchés financiers, Economica 2010, p. 505

²¹⁷ *Idem*, p. 506

²¹⁸ *Id.*

²¹⁹ *Ibid.*

empêcherait l'établissement d'un régime de responsabilité fondé sur cette distinction. Sur la seconde voie, à savoir l'établissement du lien de causalité, comme on va le voir, elle constitue une limite considérable pour l'indemnisation des investisseurs.

b) L'intérêt protégé par la règle transgressée

133. Une limite potentielle peut venir de l'intérêt protégé par la règle professionnelle. En effet, la Cour de cassation a refusé une indemnisation à une personne qui se prétendait victime de la violation des règles de vigilance imposées au titre de la lutte contre le blanchiment de capitaux²²⁰. La décision de la Cour de cassation est justifiée par deux considérations. La première est liée à l'objectif de la loi - la règle est édictée dans l'intérêt général et n'a pas pour objectif de protéger la clientèle d'une banque. La deuxième concerne le caractère strictement confidentiel des informations qui sont obtenues par une banque en exécution de ses obligations de lutte contre le blanchiment de capitaux²²¹. La Cour de cassation limite la possibilité pour une victime de se prévaloir d'une règle professionnelle si la règle n'a pas pour objectif de la protéger.

134. La même solution a été appliquée à l'époque par la Cour de cassation aux obligations de couverture²²² : *" l'obligation de couverture des opérations sur le marché de règlement mensuel édictée dans l'intérêt de l'intermédiaire financier et de la sécurité du marché et non dans celui du donneur d'ordre"*²²³. La voie d'une action en responsabilité fondée sur l'inobservation des règles professionnelles en matière de couverture était ainsi fermée. L'appel en couverture a pour objet de protéger le marché et l'intermédiaire contre l'insolvabilité du donneur d'ordre. Par nature ces règles ont pour objet la protection des intérêts du prestataire et du marché²²⁴. Initialement, la Cour de cassation avait fermé la possibilité d'agir en responsabilité, mais elle a opéré un revirement ultérieurement²²⁵. Elle a jugé dès 2003 que *« l'obligation mise à la charge d'un intermédiaire de constitution d'une couverture financière des opérations sur les marchés à terme n'a pas seulement pour but de protéger celui-ci contre l'insolvabilité du client mais aussi de limiter les opérations*

²²⁰ Cass. Com, 28 avril 2008, n°02-15054, PA du 28 mai 2004, p.5, rapport de Mme Cohen-Branche, JCP E 2004, p.830, note J. Stoufflet

²²¹ Voir F. Boucard, La violation d'une norme professionnelle constitue-t-elle une faute civile ? Rev dr. bancaire et financier, juillet-août 2004, p.273

²²² Sur l'obligation de couverture voir Chapitre II

²²³ Cass. Com. 8 juillet 2003, Banque et Droit, septembre-octobre 2003, p.5, obs. H. De Vauplane et J. Daigre

²²⁴ P. Goutay et C. Saudo, Bull. Joly Bourse 2008, p. 164, note sous Cass. Com., 4 nov. 2008, n° 07-21449

²²⁵ Com. 26 février 2008, n° de pourvoi: 07-10761 ; Com. 4 novembre 2008, n° de pourvoi: 07-21449, Dr. sociétés 2009, comm. 35, note Th. Bonneau ; Banque et droit 2008, n° 122, p. 32 ; Bull. Joly Bourse 2008, p. 164, note P. Goutay et C. Saudo.

*spéculatives réalisées à découvert*²²⁶ ». Dans ce dernier aspect l'obligation de couverture a pour objectif de protéger le donneur d'ordre qui retrouve ainsi son droit d'agir en responsabilité contre le prestataire.

135. Afin de refuser une action en responsabilité, la règle inobservée doit poursuivre *exclusivement* un but d'intérêt général²²⁷. Une règle qui a pour but exclusif la protection du marché ne peut pas être invoquée par un investisseur qui se prétend victime de son inobservation. Le critère du but exclusif pourrait constituer un empêchement sérieux d'indemnisation. Si les règles de bonne conduite²²⁸ ont pour finalité la protection des investisseurs, il faut remarquer que les règles d'organisation ou d'agrément ont pour finalité d'éviter l'exercice d'une activité sans avoir les moyens financiers et humains nécessaires et d'éviter ainsi une insolvabilité. Par conséquent, l'idée de protection des investisseurs est sous-jacente. La Directive UCITS précise que : « *l'agrément accordé à la société de gestion dans son État membre d'origine devrait garantir la protection des investisseurs et la solvabilité des sociétés de gestion, en vue de contribuer à la stabilité du système financier* »²²⁹. Les investisseurs sont indirectement protégés par un contrôle *a priori* pour la délivrance de l'agrément et *a posteriori* pour le contrôle des conditions d'exercice de l'activité en cause. Il est difficile de soutenir alors que l'action civile ne sera pas ouverte aux investisseurs. En effet, l'intérêt protégé par la règle d'agrément et d'organisation est celui de tous les investisseurs actuels et même potentiels.

c) L'impossibilité d'identifier les victimes d'infractions boursières

136. L'absence d'indemnisation du préjudice individuel d'un investisseur pourrait s'expliquer par l'impossibilité d'identifier les victimes des infractions boursières. Selon certains auteurs, il n'y a pas de victimes d'infractions boursières car elles ne pourraient pas être identifiées au sein du public²³⁰ : « *Comme toutes les infractions qui portent atteinte à la morale publique, les délits boursiers ont la particularité de ne pas concerner une ou des victimes déterminées,*

²²⁶ Cass. com., 14 janv. 2003, n° de pourvoi : 99-20872, T. Bonneau, Obligation de couverture et information, Droit des sociétés n° 1, Janvier 2004, comm. 13 ; Bull. Joly bourse mai-juin 2003, § 44, p. 254, note L. Ruet ; Banque et droit n° 88, mars-avril 2003, p. 33, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre ; Les petites affiches, n° 155, 5 août 2003, p. 13, note D. Robine

²²⁷ F. Boucard, La violation d'une norme professionnelle constitue-t-elle une faute civile ?, op. cité. L'auteur considère que le critère du but exclusif n'est pas simple à mettre en œuvre. Cependant ce critère est rempli s'agissant de la loi du 12 juillet 1990 de lutte contre le blanchiment

²²⁸ Art. 533-11 et s. du CMF

²²⁹ Cons. n° 8 de la Directive 2009/65/CE

²³⁰ H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, 3ed. Litec, 2001, n°1007

en général des parties civiles. Si les auteurs des délits sont identifiables, la victime ne l'est pas, ou plus exactement elle l'est dans sa composante la plus large, puisqu'il s'agit de la masse des investisseurs ». En fait, l'impossibilité d'identifier les victimes est associée plutôt au délit d'initié²³¹. Il a été soutenu que le délit d'initié cause un préjudice uniquement au marché sur lequel opère l'initié²³². Cependant, selon d'autres, il y a bien un préjudice individuel, mais il est subi par des investisseurs non identifiés²³³.

137. La difficulté de détermination des victimes en cas d'infractions boursières est plutôt purement pratique car celles-ci sont susceptibles de causer des *préjudices de masse*²³⁴. L'hésitation de la jurisprudence quant à l'indemnisation des investisseurs révèle non pas un problème d'identification de la victime, mais bien de preuve d'un préjudice indemnisable²³⁵.

2. La vraie difficulté – l'absence d'un lien direct entre la faute et le préjudice final

138. Le préjudice que l'on peut appeler final est la perte financière subie par l'investisseur du fait de la perte totale de l'investissement ou de son amoindrissement du fait de la baisse de la valeur de l'actif dans lequel les fonds ont été investis. Ce qui correspond à la perte subie (*damnum emergens*). A cette perte il faut ajouter le gain manqué (*lucrum cessans*). Ces deux préjudice patrimoniaux sont indemnifiables en droit commun.

139. L'absence de lien direct entre le préjudice final et la faute invoquée. Le problème principal réside dans l'impossibilité d'établir un lien de causalité direct entre la faute invoquée et le préjudice final directement. En fait, le préjudice trouve sa cause dans la diminution de la valeur de l'actif. Or, cette diminution, en l'absence d'une manœuvre ayant pour effet d'agir directement sur la valeur d'un actif financier ou d'un instrument financier (*cf.* manipulation de cours) n'est pas causée directement par la faute. Afin d'illustrer nos propos on va prendre l'exemple de la faute de gestion d'un dirigeant. Celle-ci peut causer un amoindrissement de l'actif de la société. Par exemple, un dirigeant conclut un contrat au détriment de la société

²³¹ N. Decoopman, infractions boursières, J-Cl. Banque et crédit, fasc. n°1600, mars 2003, n° 85 et 94

²³² *Id.*

²³³ H. De Vauplane et O. Simart, Délits boursiers : proposition de réforme. Pour une répartition des compétences répressives selon le caractère économique ou moral de l'infraction, RD bancaire et fin. n°61, mai-juin, 1997, p. 85

²³⁴ Défini par Madame Guégan-Lécuyer comme les 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, Voir A. Guégan-Lécuyer, Dommages de masse et responsabilité civile, Thèse sous la dir. de P. JOURDAIN, Paris I, 2004

²³⁵ Voir *supra* Chapitre II

qu'il dirige. Dans cette situation, il est facile d'établir le lien entre la conclusion du contrat et l'appauvrissement de la société. En matière financière, ce raisonnement ne peut pas être suivi parce qu'il existe plusieurs éléments qui entrent en jeu pour la détermination du cours d'un instrument financier. En effet, le cours est déterminé par l'offre et la demande²³⁶. Pour revenir à la difficulté d'établissement du lien direct en matière financière on peut donner l'exemple de l'absence de mise en garde, car cette faute ne peut pas causer la perte finale. L'absence de mise en garde n'entraîne pas la diminution de la valeur de l'instrument financier. On constate que la faute ne joue pas toujours un rôle dans la variation du cours. Cependant, pour indemniser l'investisseur il faut prouver l'existence d'un lien causal entre la faute et le préjudice subi. Or, la jurisprudence applique deux théories pour l'établissement du lien causal : celle de l'équivalence des conditions et celle de la causalité adéquate²³⁷. La théorie de l'équivalence des conditions facilite plus la tâche probatoire, car il suffit de rattacher le préjudice subi par un lien quelconque à la faute. Les causes du préjudice sont traitées de manière équivalente. En revanche, la théorie de la causalité adéquate cherche à dégager parmi les causes du préjudice celle qui est la cause efficiente, c'est-à-dire celle qui est susceptible de causer normalement le préjudice. Cependant, même en application de la théorie de l'équivalence des conditions si le même préjudice était survenu sans la faute, l'auteur de la faute ne devrait pas être condamné²³⁸. Or, lorsque la faute est insusceptible d'avoir un impact sur le cours, on peut considérer que le préjudice qui résulte de la variation de la valeur se serait produit même en l'absence de la faute.

Pour illustrer les difficultés d'établir le lien de causalité en matière financière, on peut prendre en compte trois hypothèses qui sont très fréquentes en pratique.

- *1^{ère} hypothèse : faute consistant en un manquement à l'obligation d'information*

140. La première hypothèse est celle d'un investisseur qui subit des pertes du fait de la diminution de la valeur de l'actif dans lequel il a investi, par exemple baisse du cours des instruments financiers. Afin de combler sa perte il va agir contre son intermédiaire en invoquant un manquement à l'obligation d'information et/ou de mise en garde. Ces deux obligations sont différentes mais souvent invoquées ensemble. L'obligation d'information a

²³⁶ Voir *infra* Section 2

²³⁷ Sur les deux théories v. *infra* n°156,157, 806

²³⁸ A. Bénabent, Les obligations, Montchrestien, 11^{ème} éd., n°557

pour finalité de donner des renseignements neutres, objectifs, ayant pour seul objet d'informer le cocontractant sur des éléments lui permettant de s'engager en connaissance de cause²³⁹. Quant à l'obligation de mise en garde, elle a pour objet d'attirer l'attention de l'investisseur sur les risques encourus²⁴⁰.

141. Le manquement à ces deux obligations ne peut pas entraîner une baisse de la valeur des titres. Le préjudice final n'est nullement causé par le manquement à une obligation d'information ou de mise en garde. Il résulte de la diminution de la valeur de l'actif ou du titre financier. Or, l'information ou la mise en garde n'ont pas d'impact sur le cours. Inutile de chercher par conséquent un lien de causalité direct entre la faute consistant en manquement à l'obligation d'information et la perte subie²⁴¹. Il a été très justement observé que « *la baisse du cours n'est jamais le fait de l'intermédiaire*²⁴² ». Il est dès lors impossible d'établir un lien de causalité direct même en application de la théorie de l'équivalence des conditions.

- 2^{ème} hypothèse : *La diffusion d'informations fausses ou trompeuses*

142. La deuxième hypothèse est celle d'un investisseur qui a acquis des titres après la diffusion de fausses informations par un émetteur et qui les a vendus à perte après la baisse du cours. Le préjudice final subi par l'investisseur est constitué par la moins-value mais celle-ci n'est pas *directement* causée par le délit. La diffusion de fausses informations positives a, par hypothèse, pour effet d'augmenter le cours des titres. La baisse est généralement due à la révélation du caractère faux de l'information diffusée. Dans cette hypothèse, il n'y a pas non plus de lien causal direct entre la faute et le préjudice résultant de la diminution de la valeur des titres.

- 3^{ème} hypothèse : *l'absence de diversification d'un portefeuille composé de titres financiers*

143. Enfin, on peut donner l'exemple d'un gestionnaire d'un portefeuille qui n'a pas suffisamment diversifié l'actif composant le portefeuille. La perte sera encore une fois causée

²³⁹ Voir M. Storck, Les obligations d'information, de conseil, et de mise en garde des prestataires de services d'investissement, Bulletin Joly Bourse, 2007 n° 3, p. 311

²⁴⁰ *Idem*

²⁴¹ V. la différence avec l'obligation de conseil *infra* n°278 et s., 345

²⁴² M. Roussille, La perte d'une chance en matière boursière et l'obligation de mise en garde de l'intermédiaire financier, Gaz. Pal. Vendr. 25 et sam. 26 fév. 2011, p. 16

par la baisse de la valeur des titres. La faute n'entraîne pas directement la diminution de la valeur des titres composant le portefeuille.

144. Constat. A l'examen de ces trois situations, on peut constater **l'impossibilité totale** d'établir un lien de causalité entre le manquement à l'obligation d'information et de mise en garde et le préjudice final. Dans ces deux hypothèses, la faute ne peut pas causer le préjudice né de la diminution de la valeur d'un titre financier. S'agissant de l'hypothèse de la diffusion de fausses informations, on peut constater que la faute n'est pas sans liens avec le préjudice. En effet, il est possible d'établir un lien avec la variation du cours car c'est la diffusion qui a entraîné la hausse du cours initial et qui peut baisser par la suite. Quant à l'absence de diversification, on peut essayer d'établir que si la diversification était effectuée le préjudice ne se serait pas produit. Si la faute n'entraîne pas le préjudice final dû à la baisse de la valeur de l'actif le rôle joué par la faute dans la production du préjudice est évident.

145. Conclusion. Toutes ces observations nous amènent au constat suivant : les préjudices subis par les investisseurs ne sont pas identiques. En outre, il faut se demander s'il est possible de raisonner en matière financière de la même manière qu'en droit commun sachant que la faute peut avoir un impact sur le cours d'un titre. En effet, à l'examen notamment des caractères du préjudice indemnisable en droit commun, on va constater que si certains s'appliquent sans difficulté d'autres se prêtent mal au préjudice financier.

§2. Application difficile des critères de droit commun d'un préjudice réparable en matière financière

Avant d'examiner les difficultés d'application des caractères du préjudice indemnisable en matière financière, il faut récapituler successivement toutes les exigences relatives au préjudice réparable en droit commun.

A/ L'exigence d'un préjudice certain, direct, légitime et personnel

Pour qu'un préjudice soit réparable il faut qu'il soit à la fois certain, direct, légitime et personnel.

1. L'examen du caractère certain

146. En premier lieu, le préjudice doit remplir la condition de certitude. Si le préjudice est purement hypothétique il ne sera pas indemnisé. Selon un auteur la condition de la certitude est la plus importante de toutes les conditions exigées par le droit positif. En effet, « *elle est de l'essence même du concept du préjudice indemnisable*²⁴³ ». La jurisprudence ajoute les qualificatifs « actuel » et « direct » à l'exigence d'un préjudice certain. Le caractère direct doit être étudié à part, parce qu'il est lié plutôt au lien de causalité entre la faute et le préjudice. Quant à l'exigence d'actualité, elle ne sert qu'à renforcer celle de la certitude²⁴⁴.

147. Toutefois, la Cour de cassation a accepté d'indemniser le préjudice futur. La Cour de cassation a affirmé qu'un préjudice n'est pas simplement éventuel si le juge peut procéder à son évaluation au moment où il statue. Le préjudice doit apparaître « *comme la prolongation certaine et directe d'un état des choses actuel et comme étant susceptible d'estimation immédiate*²⁴⁵ ».

148. La distinction entre le préjudice éventuel non indemnisable et le préjudice futur indemnisable, peut être constaté dans deux cas de figure : la perte de chance²⁴⁶ et le risque de préjudice. La perte de chance constitue un préjudice certain. Elle est définie par la jurisprudence comme la disparition actuelle et certaine d'une éventualité favorable²⁴⁷. La jurisprudence permet d'indemniser la perte d'une probabilité dont la réalisation reste incertaine en raison de la commission de la faute. On cite souvent l'exemple de l'étudiant qui ne peut pas se présenter à un examen en raison d'un accident de la circulation. Cet exemple illustre parfaitement la situation d'une victime qui perd *juste* une chance : il est impossible de savoir si l'étudiant aurait passé avec succès son examen, mais il a perdu définitivement la chance de s'y présenter en raison de l'accident. La perte de chance permet d'indemniser partiellement l'étudiant. Cependant, du fait de l'incertitude de la passation avec succès de l'examen, son préjudice que l'on appelle final n'est pas indemnisé. En d'autres termes, il est impossible d'indemniser le préjudice réellement subi par l'étudiant. La perte d'une chance est indemnisée en fonction de la chance de voir l'événement heureux se réaliser.

²⁴³ X. Pradel, Le préjudice dans le droit civil de la responsabilité, LGDJ 2004, p. 213

²⁴⁴ MM. Flour, Aubert et Savaux, Les obligations : Tome 2, Le fait juridique, Dalloz Sirey, 12^{ème} éd., n°136

²⁴⁵ Cass.Req. 1^{er} juin 1932, D. 1932, I, p. 101, rapport Pilon

²⁴⁶ V. F. Terré, P. simler, Y. Lequette, Les obligations, Précis Dalloz, 7^{ème} éd., n° 671

²⁴⁷ Cass. crim., 4 déc. 1996, n° 96-81.163

149. Plus intéressante est la question du risque de préjudice. Dans certaines hypothèses la jurisprudence a accepté d'indemniser la simple menace de dommage ou le risque de préjudice²⁴⁸. Si on peut considérer que l'exigence d'un préjudice n'est pas totalement abandonnée, c'est parce que la menace est prise en compte en tant telle comme un préjudice certain. La Cour de cassation a ainsi admis le préjudice des salariés ayant été exposés à l'amiante. Ils subissent un « préjudice spécifique d'anxiété », en raison de leur « *situation d'inquiétude permanente face au risque de déclaration à tout moment d'une maladie liée à l'amiante* »²⁴⁹. Selon le Professeur Rouvière, si la perte de chance est définie comme « la perte (certaine) d'une éventualité favorable, le risque de dommage peut alors être symétriquement défini comme l'existence (certaine) d'une éventualité défavorable »²⁵⁰. Le « risque préjudiciable »²⁵¹ constitue un assouplissement du caractère certain dans la mesure où le dommage lui-même n'est pas encore arrivé. Le juge indemnise donc une situation en amont - celle de la crainte que le dommage se produise.

150. La doctrine a essayé de distinguer la perte de chance du risque de préjudice²⁵². La différence fondamentale c'est que dans la situation du risque de dommage le préjudice final n'est pas encore réalisé, alors que dans la situation de la perte de chance, on ne peut pas savoir s'il se réaliserait en l'absence du comportement fautif. La différence des deux notions est exprimée par le Professeur Philippe Le Tourneau de la façon suivante : « *le risque désigne la possibilité de réalisation d'un événement défavorable, là où la chance renvoie à la probabilité de survenance d'un événement heureux* »²⁵³. On peut affirmer que lorsque le préjudice final n'est pas réalisé on ne peut pas parler de perte de chance. Celle-ci doit être réservée aux situations dans lesquels la réalisation du préjudice final reste incertaine.

151. Cependant, la perte de chance et le risque de dommage présentent des similitudes : le préjudice indemnisé est situé en amont du préjudice final²⁵⁴. Pour cette raison dans les deux hypothèses le montant de l'indemnisation est inférieur au préjudice final. En cas de perte

²⁴⁸ L'article L. 162-2 du Code de l'environnement qui évoque « un préjudice résultant d'un dommage environnemental ou d'une menace imminente d'un tel dommage » correspond bien à l'idée d'indemniser la menace d'un dommage.

²⁴⁹ Soc. 11 mai 2010, n° 09-42241

²⁵⁰ F. Rouvière, La pseudo-autonomie des troubles anormaux de voisinage, Paru in Variations sur le thème du voisinage, (dir. J.-Ph. Tricoire), PUAM, 2012, p.73 et s., n° 8

Accessible à <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00710977/document>

²⁵¹ Selon l'expression de F. G. Trébulle, note ss Cass. 2e civ., 24 février 2005, n° 04-10362, JCP G 2005, II, 10100

²⁵² L. Raschel, La délicate distinction de la perte de chance et du risque de dommage, JCP G, n° 15, 12 Avril 2010, somm. 413

²⁵³ P. Le Tourneau, Droit de la responsabilité et des contrats : Dalloz Action 2008/2009, n° 1418

²⁵⁴ Id.

d'une chance, la victime n'est pas indemnisée de la totalité du préjudice final, mais d'un pourcentage calculé en fonction de la chance de voir l'événement escompté se réaliser. En ce qui concerne le risque de préjudice, même si la crainte de subir un préjudice constitue pour la jurisprudence un préjudice certain, on n'indemnise pas un préjudice avéré, mais la simple angoisse de subir un préjudice potentiel. Ainsi, les juges ont déjà indemnisé les habitants à proximité d'un terrain de golf qui leur a fait courir un risque d'exposition à des balles perdues²⁵⁵, les habitants à côté d'un entrepôt de paille qui leur a fait craindre un risque élevé d'incendie²⁵⁶, les dommages potentiels causés par les antennes relais²⁵⁷, le risque d'aggravation d'une maladie²⁵⁸ et le risque d'inondation²⁵⁹. Dans toutes les situations où le préjudice final est simplement éventuel, mais la crainte est certaine, le juge n'indemnise pas le préjudice entier qui est redouté, mais juste la crainte ou l'état d'anxiété.

152. Ces deux types de préjudices peuvent être caractérisés en matière financière. Pourtant, comme nous allons le constater la matière est gouvernée essentiellement par le préjudice de la perte de chance²⁶⁰.

2. L'examen du caractère direct

153. En matière contractuelle comme en matière délictuelle le préjudice doit apparaître comme la suite directe de l'accident²⁶¹. Une exigence comparable existe en droit pénal. Le Code de procédure pénale prévoit expressément que l'action civile en réparation du préjudice causé par une infraction est ouverte aux personnes ayant souffert directement²⁶².

154. En fait, le caractère direct du préjudice est un aspect du lien qui doit exister entre le préjudice et le faute. L'exigence d'un lien direct résulte d'une règle spécifique à la responsabilité contractuelle. Aux termes de l'article 1151 du Code civil, « *dans le cas même où l'inexécution de la convention résulte du dol du débiteur, les dommages-intérêts ne doivent comprendre [...] que ce qui est une **suite immédiate et directe** de l'inexécution de la*

²⁵⁵ Civ. 2ème 10 juin 2004, n° 03-10434

²⁵⁶ Civ. 2ème 24 fév. 2005, n° 04-10362

²⁵⁷ Ch. Quézel-Ambrunaz, « Antennes relais : distinguer, risque, trouble et préjudice sur fond de principe de précaution », RLDC 2009, n°59, p.17-22.

²⁵⁸ Civ. 1ère civ., 9 juill. 1996, n° 94-12868

²⁵⁹ Cass. 3ème civ., 17 déc. 2002, n° 01-14179, JCP G 2004, I, 101, n° 5, obs. G. Viney ; RD imm. 2003, p. 322, obs. F. G. Trébulle

²⁶⁰ V. *infra* n°202 et s.

²⁶¹ F. Terré, P. Simpler, Y. Lequette, Les obligations, Précis Dalloz, 11^e éd., n° 672

²⁶² Art. 2, al. 1^{er} du Code de procédure pénale

convention. » Cette règle, étendue à la responsabilité délictuelle, sert de fondement de l'exigence d'une relation de cause à effet entre le dommage subi et la faute invoquée²⁶³.

155. Entendue négativement l'exigence du caractère direct signifie que l'on ne peut mettre à la charge du responsable que les conséquences résultant directement de son acte et non pas toutes les conséquences possibles, mêmes les plus lointaines²⁶⁴.

156. Positivement, il a été observé que l'exigence du caractère direct se recoupe avec la condition d'existence d'un lien de causalité entre l'acte dommageable et le préjudice²⁶⁵. Par conséquent, l'exigence d'un préjudice direct signifie qu'il faut établir un lien de causalité entre la faute invoquée et le préjudice subi. Lorsque le lien entre la faute et le préjudice n'est pas évident, et notamment lorsque plusieurs données peuvent être à l'origine du préjudice, il faut établir quels éléments doivent être pris en compte pour d'établir le lien de causalité.

157. En effet, lorsqu'un préjudice est susceptible d'avoir plusieurs causes, il faut examiner la chaîne de conséquences aboutissant au préjudice et retenir celle qui l'a causé. Deux systèmes principaux, dégagés par la doctrine, permettent de déterminer la cause du dommage et résoudre le problème du lien causal en cas de causes multiples. Le premier système est celui de l'équivalence des conditions. Ce système consiste à traiter toutes les causes comme équivalentes en ce qui concerne la production du préjudice²⁶⁶. Le lien de causalité sera établi et l'auteur de la faute sera condamné à indemniser le préjudice si celui-ci peut être rattaché par un lien quelconque à la faute de l'auteur de la faute. Selon M. Bénabent, pour l'application de cette conception il suffit de répondre à la question de savoir si le dommage serait survenu sans la faute. S'il apparaît que non, le lien de causalité est établi²⁶⁷. L'autre système est plus sélectif. La théorie de la causalité adéquate cherche à dégager parmi les causes du dommage celle qui est la cause efficiente, c'est-à-dire celle qui est susceptible de causer *normalement* le dommage. Cette théorie élimine comme cause du dommage les causes sans lesquels le dommage serait quand même réalisé. Les termes utilisés par les rédacteurs du Code civil²⁶⁸ (« suite immédiate et directe de l'inexécution ») semblent orienter plus vers le second système - la théorie de la cause adéquate²⁶⁹. L'auteur de la faute doit réparer le préjudice si sans sa faute celui-ci ne se serait produit. La jurisprudence a appliqué la théorie

²⁶³ F. Terré, P. Simler, Y. Lequette, op. cité, n° 567

²⁶⁴ F. Terré, P. Simler, Y. Lequette, Les obligations, Précis Dalloz, 11^e éd., n° 672

²⁶⁵ F. Terré, P. Simler, Y. Lequette, op. cité, n° 672

²⁶⁶ *Id.*

²⁶⁷ A. Bénabent, Les obligations, Montchrestien, 11^{ème} éd., n°557

²⁶⁸ L'avant-projet de loi ne tranche pas en faveur de l'une ou de l'autre théorie, V. art. 1239

²⁶⁹ F. Terré, P. Simler, Y. Lequette, op. cité, n° 567

de la cause adéquate²⁷⁰, mais semble privilégier la théorie de l'équivalence des conditions²⁷¹. Le choix entre les deux théories est considérable, car le premier système, celui de l'équivalence des conditions facilite l'établissement du lien de causalité et détermine le responsable en cas de circonstances plus au moins complexes : préjudice ayant causes multiples, dommages en cascade ou pluralité d'auteurs d'un même acte dommageable.

158. Il faut préciser que le droit ne recherche pas une causalité scientifique absolue²⁷². Face à la difficulté d'établir le lien causal, la jurisprudence a quand même indemnisé les victimes dans hypothèses où il était impossible d'établir un lien de causalité entre la faute et le préjudice. La jurisprudence a assoupli l'exigence d'un lien direct entre la faute et le préjudice en se contentant d'une relation causale suffisamment probable. La jurisprudence n'a pas exigé une causalité matérielle et scientifique dans l'hypothèse des maladies attribuées à l'administration de divers médicaments²⁷³. L'affranchissement de la causalité juridique de la science peut s'expliquer par la différence de finalité de la science et du droit de la réparation : « le juriste ne saurait poser le problème de la causalité à la manière du physicien » car « l'un cherche à remonter d'un fait connu vers sa cause *a priori* inconnue tandis que l'autre vérifie si, entre deux faits connus (le fait dommageable et le dommage), il existe un lien de causalité suffisamment caractérisé²⁷⁴ ». La jurisprudence a expressément retenu la différence entre la causalité scientifique et juridique. Une probabilité très forte peut être suffisante même en présence d'une incertitude scientifique. Dans une affaire relative à la contamination de l'hépatite B à la suite d'une vaccination, la Cour de cassation a jugé que le rôle causal « *peut résulter de simples présomptions, pourvu qu'elles soient graves, précises et concordantes*²⁷⁵ » sans exiger « *une preuve scientifique certaine*²⁷⁶ ». Cette approche peut aboutir cependant à

²⁷⁰ *Id.*

²⁷¹ A. Bascoulergue, op. cit., n° 71

²⁷² F. Terré, P. Simpler, Y. Lequette, op. cit., n° 672

²⁷³ La Cour de cassation a retenu la relation causale entre la prise d'un médicament contre l'obésité et une hypertension artérielle pulmonaire primitive (HTAPP) en fondant sa décision sur le fait que la prise du médicament était un facteur de hypertension et l'absence, en l'espèce, d'autres causes de la maladie. Dans un autre arrêt, du même jour^{1^{ère}} civ. 24 janvier 2006, n° 03-20178, Publié au bulletin, RTD.civ. 2006.p. 323, p. Jourdain ; ; RCA2006, comm. 90, obs. C. Radé ; la Cour de cassation a rattaché la contamination par la maladie de Creutzfeldt-Jakob à l'administration d'une hormone de la croissance en se fondant sur des présomptions graves précises et concordantes sur l'origine de la contamination - 1^{ère} civ. 24 janvier 2006, n° 03-20178, Publié au bulletin, RTD.civ. 2006.p. 323, p. Jourdain ; ; RCA2006, comm. 90, obs. C. Radé

²⁷⁴ P. Conte, V. Responsabilité du fait personnel, Rép.civ. Dalloz, n°130

²⁷⁵ 1^{ère} civ. 25 juin 2008, n° 08-12781, Publié au bulletin

²⁷⁶ *Id.*

un traitement inégal des victimes du fait que les juges du fond disposent d'une appréciation souveraine de la preuve par présomptions²⁷⁷.

En plus des caractères certain et direct, il faut aussi que le préjudice soit légitime et personnel.

3. L'examen du caractère licite

159. S'agissant de la légitimité du préjudice, certains auteurs considèrent la légitimité comme étant un « *concept fondamental qui permet de trier au cœur de la théorie du préjudice les intérêts qui pourront être indemnisables*²⁷⁸ ». Cependant, le contrôle de celle-ci est en net déclin²⁷⁹. L'exigence de licéité avait permis à la jurisprudence de refuser d'accorder une indemnisation à la concubine à la suite du décès de son concubin. L'absence d'une union légitime ne permettait pas de caractériser la légitimité du préjudice. La jurisprudence a opéré un revirement dans ce domaine et depuis longtemps elle apprécie beaucoup plus librement ce caractère²⁸⁰. Le recul est assez net si on regarde la jurisprudence qui accepte d'indemniser les victimes qui se trouvent dans une situation irrégulière au moment du préjudice²⁸¹. La Cour de cassation a jugé que la situation irrégulière de la victime ne la privait pas d'un intérêt légitime à demander réparation. Cette position de la jurisprudence est approuvée par certains auteurs. Selon le Professeur Le Tourneau « *la réparation découle du dommage, qui est un fait. Dès lors, il conviendrait de réparer tout le préjudice, sans porter un jugement de valeur sur la conduite de la victime. Cette appréciation, forcément subjective et variable, a bien une place en droit de la responsabilité civile, mais celle-ci se situe en aval, au moment où l'on s'interroge sur la faute de la victime*²⁸² ». Il paraît excessif de refuser toute réparation à une victime qui, certes en situation irrégulière, a subi un préjudice né de la commission d'un acte dommageable. La situation irrégulière peut être appréciée sur le plan de sa faute personnelle si elle contribué à son dommage comme le suggère très justement le Professeur Le Tourneau. Toutefois, cette faute ne peut pas priver la victime de toute indemnisation, elle peut juste

²⁷⁷ V. notamment Cass. 1^{ère} civ. 25 nov. 2010, 09-16556, Publié au bulletin. Dans des circonstances semblables l'existence causal a été établi - 1^{ère} civ. 25 juin 2008, A. Bascoulergue, op.cité, n°64

²⁷⁸ X. Pradel, Le préjudice civil dans le droit civil de la responsabilité, LGDJ 2001, spéc. p.136

²⁷⁹ V. A. Bascoulergue, op. cité, n° 146 et s et n° 182

²⁸⁰ Cass. Chambre mixte, 27 février 1970, V. J. Vidal, L'arrêt de la Chambre mixte du 27 février 1970, le droit à réparation de la concubine et le concept de dommage réparable, JCP 1971.I. 2390

²⁸¹ Par exemple, la Cour de cassation a cassé l'arrêt de la cour d'appel qui avait refusé toute indemnisation d'un voyageur de la SNCF sans billet Civ. 2^{ème}, 19 février 1992, JCP 1993, 22170, note G. Casile-Hugues

²⁸² P. Le Tourneau, op. cité, n° 1392

limiter le montant des dommages et intérêts²⁸³. En d'autres termes, la situation de la victime ne doit pas préjuger l'examen de son préjudice. La situation de la victime, appréciée sur le plan moral ne doit pas empêcher l'examen de son préjudice. Le Professeur Brun considère qu'« *une chose est d'écarter les prétentions de la victime, motif pris de son indignité, une autre d'apprécier si l'intérêt lésé est en lui-même digne de protection*²⁸⁴ ».

160. Aujourd'hui, la notion de licéité est débarrassée de sa connotation moralisante, mais elle garde tout son intérêt²⁸⁵. Cette condition du préjudice réparable permet d'éviter une indemnisation dans des cas où la situation de la victime est contraire à la loi²⁸⁶. M. Berg estime dans sa thèse, consacrée aux dommages incorporels que « *serait indemnisable tout désavantage à l'exception du désavantage dont on ne peut pas légitimement s'attendre à obtenir réparation*²⁸⁷ ». Selon cet auteur la limite permettant d'encadrer les dommages réparables est « *l'attente légitime*²⁸⁸ » d'une victime. Cette idée est corroborée par plusieurs décisions jurisprudentielles. La Cour de cassation a jugé que le préjudice d'une société ne pouvait pas être réparé du fait de la désorganisation de son fonctionnement, causée par l'absence de l'un de ses salariés, victime d'un accident de la circulation. En l'espèce, la société ne justifiait pas d'un intérêt légitime, parce que le salarié ne faisait pas partie du personnel déclaré à l'administration²⁸⁹. Dans une autre décision, la Cour de cassation a refusé d'accorder une indemnisation à une victime qui se trouvait au moment de l'accident dans une situation illicite. La victime avait subi un accident de la circulation qui empêchait d'exécuter son activité professionnelle. Elle a été indemnisée au titre de son manque à gagner, mais uniquement pour son salaire déclaré et non pas pour les activités qu'elle exerçait dans une situation irrégulière²⁹⁰. Sous le visa de l'article 1382 du Code civil, la Cour de cassation a relevé qu'une « *victime ne peut obtenir la réparation de la perte de ses rémunérations que si celles-ci sont licites* ».

²⁸³ F. Terré, P. Simpler, Y. Lequette, op. cité, n° 771

²⁸⁴ P. Brun, op. cité, n° 193

²⁸⁵ V. P. Le Tourneau, op. cité, n° 1392

²⁸⁶ V. sur la distinction du droit et de la morale, P. Jestaz, La distinction du droit et de la morale, RRJ 1983, p. 334

²⁸⁷ O. Berg, La protection des intérêts incorporels en droit de la réparation des dommages. Essai d'une théorie en droit français et allemand, Bruylant 2006, spéc. n° 336

²⁸⁸ Notion qui apparaît dans la Directive n° 85/374/CEE du Conseil, du 25 juillet 1985 en matière de responsabilité du fait des produits défectueux

²⁸⁹ 2^{ème} civ. 27 mai 1999, n° 97-19234, Publié au bulletin, RTD civ. 1999, p. 637, obs. P. Jourdain

²⁹⁰ 2^{ème} civ. 24 janvier 2002, n° de pourvoi: 99-16576, Publié au bulletin, D.2002, 2559, note D. Mazeaud ; Defrénois 2002, p. 576, note R. Libchaber ; RTD.civ. 2002, p. 306, note P. Jourdain

161. Ces illustrations montrent qu'une victime dans une situation illicite peut se voir refuser toute indemnisation. Ainsi, il est possible d'imaginer qu'un initié ne puisse pas prétendre à une indemnisation s'il agit contre l'auteur d'une faute qui l'a privé de la possibilité de réaliser le gain qu'il espérait²⁹¹ : par exemple son ordre de bourse n'a pas été exécuté suivant ses instructions par l'intermédiaire. En effet, les initiés ont une obligation de s'abstenir de toute opération en cas de possession d'une information privilégiée. La passation d'une opération en violation de son obligation d'abstention le place dans une situation irrégulière qui l'empêcherait d'être indemnisé. La pratique pourrait donner lieu à d'autres exemples de préjudices illicites. Néanmoins, la question de la licéité du préjudice ne suscite pas de problèmes spécifiques en matière financière.

4. L'examen du caractère personnel

162. Lorsqu'une victime subit un préjudice, il peut y avoir d'autres personnes susceptibles de subir un préjudice découlant de l'état de la victime initiale. Leur préjudice appelé « par ricochet » ou réfléchi est pris en compte par le droit. Afin d'éviter que le responsable paye deux fois pour le même préjudice, il faut que la victime par ricochet démontre que la faute lui a causé un préjudice personnel même s'il découle du préjudice préalablement subi par la victime directe. La jurisprudence accepte que les héritiers d'une personne qui décède suite d'un accident ont droit à une indemnisation du fait de la perte d'un être cher (préjudice moral), mais aussi de la perte de subsides (préjudice patrimonial). L'exigence d'un préjudice personnel est très rigoureusement appliquée lorsque la victime est un associé et son préjudice résulte de la dépréciation des titres de la société.

Si en droit commun, la logique indemnitaire a commandé un examen moins strict des caractères du préjudice indemnisable²⁹², en matière financière la réunion de ces critères constitue une limitation considérable à l'indemnisation intégrale du préjudice subi par l'investisseur.

²⁹¹ La constitution du délit d'initié n'exige pas la réalisation effective d'un gain, v. l'art. L. 465-1 du CMF commenté Dalloz 2014

²⁹² V. L. Cadiet, *Les métamorphoses du préjudice*, in *Les métamorphoses de la responsabilité*, PUF, 1998 ; dans le même sens A. Bascoulergue, op. cité, n° 195

B/ Application difficile des critères de droit commun en matière financière

Le contexte financier ne se plie pas facilement aux conditions requises en droit commun : le caractère certain se prête mal à la fluctuation constante de la valeur d'un titre ou d'un actif financier (1) et le caractère direct est très difficile à établir (2). A ces deux difficultés il faut ajouter que l'investisseur associé d'une société peut avoir parfois des difficultés de prouver le caractère personnel de son préjudice (3).

1. L'exigence du caractère certain et la fluctuation constante de la valeur de l'actif financier et des conditions de marché

163. Nous avons déjà examiné l'exigence de certitude et le fait qu'un préjudice futur peut être considéré aussi comme certain si le juge peut évaluer le montant du préjudice, au moment où il statue. Seul le préjudice hypothétique n'est pas indemnisé. S'il s'agit d'un préjudice futur et donc il n'est pas encore subi par la victime, « *il faut alors faire la part de ce qui est probable et de ce qui est simplement hypothétique* »²⁹³. Il n'existe pas cependant une frontière bien déterminée entre le préjudice futur réparable et le préjudice hypothétique qui ne l'est pas. Comme le relèvent MM. Mazeaud et Tunc « la certitude n'est pas de ce monde »²⁹⁴. Le préjudice qui peut passer le cap du préjudice certain est le préjudice « *très vraisemblable, si vraisemblable qu'il mérite d'être pris en considération* »²⁹⁵.

164. Si le préjudice est déjà subi par la victime, le juge n'éprouve pas de problèmes pour établir le caractère certain. Lorsque le préjudice invoqué par la victime est futur, elle doit prouver que l'atteinte qu'elle va subir est imminente. Dans ce cas, son préjudice n'est pas *actuel*, mais le prolongement futur de sa situation actuelle aboutira à un préjudice de manière certaine. En matière financière, la question se pose en ces termes : lorsqu'un investisseur acquiert des titres et se prétend victime d'une faute à la suite de laquelle il a acquis des titres, peut-il prétendre que son préjudice est certain s'il n'a pas cédé les titres acquis ? Il faut savoir si dans cette hypothèse son préjudice peut être considéré comme certain. De même, il faut savoir si l'investisseur qui a acquis ses titres à la suite d'un acte dommageable sans les céder pour autant subit un préjudice certain ? La première chose que l'on constate est que même si on considère qu'il a acquis les titres à cause de la faute, par exemple à la suite d'une diffusion

²⁹³ V. Le Tourneau, op. cité, n° 1422-2

²⁹⁴ L. Mazeaud et A. Tunc, Traité théorique et pratique de la responsabilité civile délictuelle et contractuelle, t. I, 6e éd n° 216

²⁹⁵ Id.

de fausses informations, l'absence de cession ne permet pas de caractériser une moins-value. La moins-value peut être constatée uniquement en cas de cession en comparant les prix d'achat et de cession. La Cour de cassation qualifie ce préjudice de perte de chance tout comme le préjudice de l'investisseur qui cède à perte des titres acquis après la diffusion d'une fausse information²⁹⁶.

165. Dans un autre domaine, celui de la responsabilité notariale, la jurisprudence a décidé que l'absence d'une perte certaine subie par la victime empêche de caractériser la certitude du préjudice. Il a été jugé que la faute du notaire qui a concouru à créer la situation ayant conduit à l'anéantissement d'une vente, n'a pas fait naître un préjudice certain si l'acquéreur évincé n'a pas d'abord vainement tenté d'agir contre le vendeur. En effet, dans ce cas, l'impossibilité de restitution du prix n'est pas encore certaine et elle ne peut être immédiatement imputée au notaire. La Cour de cassation a jugé que « *la nullité d'un acte de vente n'entraîne pas pour l'acquéreur la perte du prix que la nullité l'autorise, au contraire, à se faire restituer par le vendeur, le notaire pouvant seulement, en cas d'insolvabilité de ce dernier, être tenu de garantir la restitution*²⁹⁷ ». Par conséquent, pour constater une perte réellement subie il faut comparer deux situations : le paiement du prix d'une part et l'absence de restitution d'autre part. En revanche, le préjudice est certain, s'il est évident que l'action en recouvrement sera infructueuse, notamment lorsque le vendeur est mis en liquidation judiciaire²⁹⁸.

166. Revenons à notre exemple de l'investisseur qui n'a pas cédé ses titres acquis. L'absence de moins-value ne permet pas d'identifier un préjudice final, c'est-à-dire une perte financière certaine. Certes, il est possible de rétorquer qu'il n'est pas juste d'imposer une cession des titres pour qu'il soit indemnisé. Toutefois, un argument propre à la matière financière empêche l'identification d'un préjudice certain en l'absence de cession effective des titres. En effet, le cours des titres cotés sur les marchés financiers fluctue dans le temps. Un investisseur peut très bien attendre un meilleur moment pour céder ses titres. Il n'est nullement obligé de les céder au moment où la tendance du cours est baissière. Compte tenu qu'il n'est pas possible de savoir si le cours continuerait de baisser il n'est pas possible de prouver la certitude du préjudice en l'absence de cession. Si le cours remonte ou revient à un niveau égal à celui du prix d'acquisition, aucun préjudice ne sera subi. Sous réserve bien évidemment de la situation où les titres sortent de la cotation officielle. Dans ce dernier cas, la cession ne peut

²⁹⁶ V. *infra* n°213

²⁹⁷ Civ. 1ère, 1er juin 1999, n° 97-14063, RTD civ. 2000. 121, obs. P. Jourdain ; Defrénois 1999. 1340, obs. Aubert

²⁹⁸ Civ.1ère, 4 mai 1999, n° 97-10105, RTD civ. 1999. p. 840, obs. P. Jourdain

plus pratiquement être exercée et il serait possible de constater une perte même en l'absence de cession.

167. Peut-on analyser la situation sous un autre angle ? La victime peut invoquer le fait qu'elle avait acquis les titres à cause de la faute commise par le responsable : en cas de diffusion de fausse information, la victime peut prétendre légitimement qu'elle n'aurait pas acquis les titres si elle connaissait que l'information était fausse. La jurisprudence actuelle qualifie ce préjudice de perte de chance²⁹⁹. Selon cette jurisprudence les victimes d'un délit de diffusion de fausses informations perdent juste *la chance* « *d'investir ailleurs leurs économies* » sans faire la distinction entre ceux qui ont conservé leurs titres et ceux qui les ont cédés.

168. Celui qui n'a pas encore cédé ces titres, ne subit pas une perte financière. Son préjudice peut-il éventuellement constituer un risque de préjudice ? En raison de l'omniprésence du risque en matière financière, il ne serait pas concevable au premier abord, d'appliquer la jurisprudence en matière de risque de préjudice dans le domaine financier. La menace d'un risque ne peut pas avoir une incidence puisque l'investisseur a volontairement passé une opération impliquant en soi un risque financier. Cependant, l'existence d'un risque financier inhérent à toute une opération d'investissement ne doit pas « *s'accompagner d'un risque supplémentaire, celui d'une information insuffisante ou fausse* »³⁰⁰. Ce risque supplémentaire est caractérisé lorsque la valeur des titres est manipulée.

169. La qualification du préjudice de l'investisseur qui n'a pas cédé ses titres de risque de préjudice est assez délicate. D'une part, la jurisprudence qualifie le préjudice de l'investisseur qui n'a pas cédé ses titres de perte de chance et d'autre part, elle ne distingue pas les deux notions doctrinales très nettement³⁰¹. Les juges ont déjà appliqué la perte de chance dans des situations où la notion de risque de préjudice est plus adaptée. Dans un arrêt du 14 janvier 2010 la Cour de cassation a cassé l'arrêt d'une cour d'appel ayant refusé d'indemniser un risque éventuel³⁰².

²⁹⁹ Com. 9 mars 2010, n° 9 mars 2010 n° de pourvoi 08-21547 08-21793, voir infra pour une analyse de cet arrêt

³⁰⁰ J.-J. Daigre, La perte d'une chance d'arbitrer à bon escient l'investissement dans une société cotée, *Revue des sociétés* 2007 p. 102, note sous l'affaire Sidel

³⁰¹ En effet, l'absence d'une distinction nette pourrait s'expliquer par des raisons purement procédurales. Si les demandeurs devant la Cour de cassation n'invoquent pas expressément la notion de risque de préjudice, la Cour ne se prononcera pas sur cette question.

³⁰² Civ. 1ère, 14 janvier 2010, n° 08-16760, 08-2156, publié au bull., JCP 2010. 413, note L. Raschel; RTD civ. 2010. 330, obs. P. Jourdain ; JCP 2010. 1015, n°2, obs. C. Bloch. Dans cet arrêt, les vendeurs encourraient le risque de payer une astreinte suite à l'oubli du notaire d'insérer une clause obligeant les acheteurs à respecter les

170. Il ne fait pas de doute que le risque doit être considéré en lui-même comme un préjudice certain, indépendant du préjudice final, à l'instar de la perte de chance. M. Raschel considère que le risque de dommage peut donner lieu aussi bien à un préjudice patrimonial et a minima à un préjudice moral³⁰³. Cette conception est partagée par le le Doyen Carbonnier qui estime que « *la crainte du préjudice éventuel crée d'ores et déjà une insécurité, qui est un préjudice actuel*³⁰⁴ ». Cependant, afin de constituer un préjudice certain, le risque de subir un préjudice doit être suffisamment sérieux. A tel point que les conséquences de l'existence de risque créent une situation d'angoisse ou de crainte sérieuse³⁰⁵. Cependant, il existe une différence fondamentale avec la perte de chance qui tient au fait que la perte de la chance est certaine, alors que l'existence du risque peut être juste éventuelle. En outre, la chance doit être préexistante à la faute, alors que dans l'hypothèse du risque, celui-ci est créé par la faute.

171. A l'examen de la jurisprudence il ressort que le risque de préjudice peut être retenu dans deux cas de figure. Premièrement, il peut y avoir un risque de préjudice lorsque la création du risque a déjà engendré des frais. Dans cette hypothèse, la jurisprudence n'éprouve pas beaucoup de difficultés pour caractériser le préjudice. Tel est le cas lorsque par exemple les victimes ont dû engager des frais afin d'éviter le risque d'effondrement³⁰⁶. Deuxièmement, la jurisprudence accepte d'indemniser un risque éventuel lorsque la victime éprouve une crainte : l'anxiété d'une personne du fait de la création d'un risque sur sa santé ; le risque éventuel créé par les antennes relais³⁰⁷, le risque de cancer du fait du travail dans une

condamnations sous astreinte auxquelles étaient exposés les vendeurs. Pour la cour d'appel en l'absence d'un avis de recouvrement délivré par l'administration, le risque éventuel de poursuite n'ouvrait pas droit à une indemnisation. La Cour de cassation a cassé en décidant au contraire que les faits de l'espèce ne permettaient pas de prouver un « *dommage intégralement consommé, mais impropres à écarter la perte de chance invoquée* ». Selon M. Raschel, en l'espèce les juges pouvaient constater l'existence non pas d'une perte de chance, mais d'un risque de dommage : « en l'espèce, le « *risque de payer une astreinte* » est susceptible de constituer pour les vendeurs un préjudice moral certain dont ils peuvent demander réparation³⁰² ». Néanmoins, l'application de la notion de risque de préjudice n'est pas partagée par tout le monde. Pour certains le risque du dommage pourrait être assimilé à une perte de chance³⁰². Il faut relever aussi que les vendeurs n'ont invoqué devant la Cour de cassation que la perte de chance et non pas le risque de dommage³⁰². Pour notre part, l'application de la notion de risque de préjudice est plus adaptée aux faits de l'espèce car la perte de chance nécessite la constatation d'une perte certaine : en l'espèce la perte n'est pas certaine et en plus en cas d'avis de recouvrement il faut constater un préjudice entièrement consommé. Or, la perte de chance ne doit être appliquée que dans les citations où la victime a juste perdu une chance.

³⁰³ L. Raschel, La délicate distinction de la perte de chance et du risque de dommage, op. cité

³⁰⁴ J. Carbonnier, Droit civil, vol. II, PUF, coll. Quadrige, 2004, n° 1127

³⁰⁵ V. Le Tourneau, op. cité, n° 1413

³⁰⁶ : Civ. 2ème, 15 mai 2008, n° 07-13483, publié au Bull. ; JCP 2008. I. 186, obs. Ph. Stoffel-Munck ; D. 2008. 2894, obs. Ph. Brun ; RTD civ. 2008. 679, obs. P. Jourdain

³⁰⁷ CA Versailles, 14e ch., 4 févr. 2009 : JurisData n° 2009-000135 ; JCP G 2009, act. 83, obs. C. Bloch ; JCP G 2009, doctr. 248, n° 3, obs. Ph. Stoffel-Munck ; D. 2009, p. 819, obs. M. Boutonnet ; D. 2009, p. 1369, note J.-Ph. Feldman ; JCP E 2009, 1336, note J.-V. Borel ; RTD civ. 2009, p. 327, obs. P. Jourdain

entreprise ayant exposé ses salariés à l'amiante³⁰⁸, le risque des patients porteurs de sondes cardiaques défectueuses³⁰⁹. Le préjudice qui en résulte peut être appelé préjudice d'anxiété³¹⁰.

172. Le préjudice de l'investisseur qui n'a pas cédé ses titres ne semble pas entrer dans la catégorie des préjudices d'anxiété. Ce type de préjudices semble réservé aux risques sanitaires et aux risques sur la santé. Or, la crainte de subir une perte financière ne peut pas être qualifiée de préjudice d'anxiété. D'ailleurs, la Cour de cassation a déjà décidé qu'il est impossible de présumer un préjudice moral de l'existence de difficultés financières dues à un mauvais investissement³¹¹. Peut-on considérer en revanche que l'investisseur, n'ayant pas cédé ses titres, a exposé des frais ? A notre avis, lorsque l'information qui a été diffusée dans la presse ou contenue dans un document d'information précontractuel (prospectus ou DICI) a une incidence sur le prix des titres acquis, l'investisseur a engagé des frais car il a payé plus cher ses titres. Comme tenu qu'il n'a pas cédé ses titres, il est impossible de constater une moins-value. Cependant, le surplus du prix payé par l'investisseur peut être considéré comme un « frais exposé ». Par conséquent, il peut servir de base pour calculer son préjudice.

173. Pour conclure, l'investisseur qui n'a pas cédé les titres acquis à la suite de la faute du responsable, subit un préjudice spécial, en amont du préjudice final résultant de la perte financière. La jurisprudence en matière de risque de préjudice permet de soutenir que dans ce cas l'investisseur peut réclamer une indemnisation au titre du risque qui a été créé par la faute du responsable et le fait qu'il a payé plus cher pour les titres financiers acquis. En revanche, il ne subit pas de perte certaine faute de moins-value. Il ne subit pas non plus une perte de chance, car au moment où il décide de céder ses titres, le cours pourrait augmenter. Par conséquent, il peut même réaliser un gain. En d'autres termes, l'évolution constante du cours fait que la chance n'est jamais perdue en l'absence d'une cession sous réserve du cas où les titres ne sont plus cotés.

³⁰⁸ Soc. 11 mai 2010, n° 09-42241 09-42257, publié au bull., D. 2010. 2048, note C. Bernard ; JCP 2010. II. 733, note J. Colonna et V. Renaux-Personnic ; JCP 2010. I. 1015, no 1, obs. C. Bloch; S. 2010. 1261, obs. G. Vachet; RTD civ. 2010. 564, obs. P. Jourdain ; Gaz. Pal. 21 déc. 2010, no 355, p. 46, obs. J.-P. Teissonnière; D. 2011. 35, obs. O. Gout

³⁰⁹ Civ. 1ère 19 déc. 2006, n° 05-15721, non publié, D. 2007. 2897, obs. P. Brun et P. Jourdain ; JCP 2007. II. 10052, note S. Hocquet-Berg, et sur renvoi après cassation : Paris, 1re ch., sect. B, 12 sept. 2008, RG n° 07/04030, JCP E 2008. 2253, note D. Bandon-Tourret et A. Gorny

³¹⁰ Cass. soc. 11 mai 2010, déjà cité

³¹¹ Cass. Com. 4 février 2014, n° 13-10630, publié au Bull. : « *alors que le préjudice moral de Mme X... ne pouvait se déduire des seules difficultés financières consécutives aux pertes subies par elle* »

2. L'exigence du caractère direct et la difficulté d'établir un lien causal direct entre la faute et le préjudice final

174. Avant d'examiner la difficulté d'établir le lien direct entre la faute et le préjudice, il faut préciser que la faveur accordée aux victimes, à savoir la reconnaissance des présomptions de causalité³¹², n'a pas été transposée en matière financière.

175. Le caractère direct du préjudice pose deux problèmes principaux. Le premier est lié à la spécificité de l'origine du préjudice – la décision d'investissement. Lorsqu'elle s'interpose entre la commission de la faute et le préjudice, il est impossible de connaître la décision qui aurait été prise en l'absence de l'acte dommageable. Cette difficulté peut être illustrée en prenant l'exemple du manquement à l'obligation d'information. Il a été évoqué qu'il pose un problème de causalité presque congénital³¹³. Ce problème résulte précisément de l'interposition de la décision d'investissement entre la faute et le préjudice. L'impossibilité de revenir en arrière a amené la jurisprudence à éviter de scruter le comportement de l'investisseur et de faciliter la preuve en analysant le préjudice comme étant une perte de chance. Cependant, la perte de la chance devient le seul préjudice indemnisable. C'est la chance de prendre une autre décision même si le vocabulaire utilisé change d'une décision à une autre. La Cour de cassation a déjà jugé qu'il peut y avoir une perte de chance « d'agir de manière différente » ou « de mieux investir³¹⁴ ». Les juges ne se posent ni la question de savoir si la victime aurait pris la même décision même dûment informée, auquel cas il ne faut pas l'indemniser, ni celle de savoir s'il existe un lien entre la décision de la victime et la mauvaise information. En d'autres termes, la perte de chance est appliquée de manière quasi automatique et le problème de causalité est ainsi complètement éludé.

176. Cette première difficulté est accentuée par le fonctionnement des marchés financiers : la cotation d'un titre évolue dans le temps sachant qu'il y a des événements qui peuvent avoir une incidence importante sur la valeur (fusion, annonces sur les résultats *etc.*). Or, il est possible que d'autres événements participent à la survenance du préjudice, à savoir la diminution de la valeur des titres. La baisse du cours de bourse, entraînant la perte financière, peut être causée par un événement extérieur à la faute. Dans ce cas, son auteur ne doit pas être condamné à indemniser le préjudice total.

³¹² V. *infra* n°749

³¹³ G. Viney, p. Jourdain, *Les obligations*, op. cité, n°

³¹⁴ V. M. Roussille, op. cité et la jurisprudence citée

3. L'exigence du caractère personnel et le préjudice subi par un associé

177. Lorsqu'un dirigeant social commet une faute il y a deux victimes potentielles – la société qu'il dirige et l'associé. Dans les deux cas, la responsabilité du dirigeant peut être engagée par l'associé, mais son action dépend du type de préjudice éprouvé. Lorsque la victime directe du préjudice est la société l'associé peut exercer uniquement l'action sociale *ut singuli*³¹⁵. Cette action permet à l'associé d'agir en lieu et place des dirigeants qui sont normalement compétents pour agir au nom de la société. Étant donné que l'action est exercée au nom de la société, en cas de condamnation du dirigeant les dommages et intérêts obtenus lui sont versés. L'associé bénéficie indirectement de cette action qui va avoir pour effet d'augmenter l'actif de la société. L'autre voie possible c'est d'exercer une action individuelle. Dans ce cas l'associé sera indemnisé personnellement du préjudice subi. Cette action est conditionnée par la démonstration d'un préjudice individuel distinct du préjudice subi par la société. La difficulté principale pour l'associé est de prouver le caractère personnel de son préjudice.

La question qui se pose est de savoir si l'investisseur qui est en même temps associé d'une société peut établir le caractère direct de son préjudice financier.

178. En principe lorsque le préjudice résulte de la dépréciation des titres de la société, il n'est pas considéré comme un préjudice personnel distinct du préjudice social³¹⁶. La dépréciation des titres est considérée comme « *le reflet du préjudice subi par la société*³¹⁷ ». La jurisprudence s'est montrée assez restrictive s'agissant de l'appréciation du caractère personnel du préjudice en considérant que la perte de valeur des parts ou des actions ne constitue que le « corollaire » du préjudice subi par la société elle-même et n'ouvre pas la voie de l'action individuelle³¹⁸. Cette solution « *classique*³¹⁹ » s'applique toujours lorsque le dirigeant a commis une faute de gestion³²⁰ ou le délit d'abus de biens sociaux³²¹.

³¹⁵ V. dans la société anonyme, C. com., article L. 225-252 du code de commerce ; dans la SARL, C. com., article L. 223-22 ; dans la société civile, C. civ., article 1843-5.

³¹⁶ Cass. com., 18 juill. 1989, Defrénois 1990, p. 633, note J. Honorat ; CA Aix, 16 févr. 1977, D. 1979, IR p. 106, obs. J.-C. Bousquet

³¹⁷ J. Hallouin, Distinction action sociale - action individuelle : la perte de valeur des droits sociaux à la suite d'un dommage subi par la société n'est pas un préjudice personnel distinct du préjudice social, D. 1998. 198

³¹⁸ Cass. Com., 26 janvier 1970, JCP G 1970, II, 16385 ; 1er avril 1997, RTD com. 1997, p. 647 ; 15 janvier 2002, Dr. et patrim. février 2003, p. 118 ; Cass. Crim., 13 décembre 2000, Bull Joly 2001, p. 497 ; 18 septembre 2002, Bull Joly 2003, p. 63.

³¹⁹ *Id.*

³²⁰ Cass. com., 26 janvier 1970, n° de pourvoi 67-14787, D. 1970, jur. p. 618, note J. Guyénot ; JCP, 1970, éd. G, II, no 16385, note Y. Guyon

179. L'exigence d'un préjudice personnel distinct de celui subi par la société est exigée aussi en matière pénale. En vertu des articles 2 et 3 du Code de procédure pénale, le droit d'exercer l'action civile devant la juridiction pénale n'appartient qu'à ceux qui ont "*personnellement souffert du dommage directement causé par l'infraction*". L'associé qui agit devant les juridictions pénales pour une infraction commise par le dirigeant de la société doit prouver aussi que son préjudice est directement causé par l'infraction et en plus qu'il l'a personnellement subi. Peu importe que l'associé agisse devant les juridictions civiles ou pénales, il rencontre la même difficulté de démontrer un préjudice personnel. La Chambre criminelle de la Cour de cassation a amélioré le sort des associés victimes des fautes commises par les dirigeants. Elle a décidé que le préjudice né de la publication de comptes infidèles constituait un préjudice personnel³²². Elle a rejeté le pourvoi formé contre un arrêt d'une chambre de l'instruction qui avait déclaré recevable la constitution de partie civile de l'actionnaire d'une banque du chef de publication de comptes annuels infidèles. Selon la Chambre criminelle ce délit est de nature à causer un préjudice personnel à chaque actionnaire. Par conséquent, les actionnaires peuvent agir en justice pour demander l'indemnisation de leurs préjudices. Le commentaire de cet arrêt dans le rapport de 2002 de la Cour de cassation³²³ indique que le préjudice né de l'infraction d'abus de bien sociaux est différent de celui né de publication de comptes infidèles : la solution « *s'explique, car si un associé ne subit pas un préjudice personnel direct lorsque la baisse de valeur de ses actions ou parts sociales provient de pertes affectant l'actif social et résultant de la faute de 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* ». De même, dans l'affaire *Sidel*³²⁴, le Tribunal correctionnel de Paris a accepté l'action individuelle des associés, victimes de présentation de faux bilans et de diffusion d'informations trompeuses.

180. Selon la jurisprudence de la Cour de cassation le préjudice né de la dépréciation des titres n'affecte que la société lorsque la faute entraîne un appauvrissement de la société. La même

³²¹ Cass. Crim. 13 décembre 2000, Bull. crim., n° 373 et 378 ; D. 2001, AJ p. 926 , obs. M. Boizard ; Rev. sociétés 2001, p. 394 et p. 399 , obs. B. Bouloc ; RTD com. 2001, p. 446 , obs. C. Champaud et D. Danet, et p. 533 , obs. B. Bouloc ; Rev. sc. crim. 2001, p. 393, obs. J.-F. Renucci

³²² Cass. crim. 30 janv. 2002, Bull. crim., n° 14 ; D. 2002, AJ p. 1144 ; Rev. sociétés 2002, p. 350 , obs. B. Bouloc

³²³ Rapport de la Cour de cassation 2002, p. 540

³²⁴ Tribunal de grande instance de Paris (11e ch. 1) 12 septembre 2006, *SIDEL*, Rev.Soc. 2007, p. 102, note J. Daigre, D. 2006, p. 2522, note D. Schmidt

idée est exprimée par la doctrine. Selon M. Danos³²⁵, les préjudices subis en raison de la présentation ou la publication de comptes inexacts fournissent une illustration parfaite d'un préjudice individuel déconnecté d'une perte qui affecterait l'actif social : « *L'actionnaire subit en effet un préjudice personnel direct lorsqu'il se plaint d'une dévalorisation de ses titres due à de mauvaises informations reçues des dirigeants car les fautes ainsi commises n'entraînent pas une diminution ou une perte de l'actif social mais se répercutent directement sur la valeur des titres (...) La dévalorisation des titres n'est pas, dans cette hypothèse, la répercussion du préjudice social au niveau de chaque actionnaire, mais elle affecte directement le patrimoine de ces actionnaires en ce que le préjudice, auquel correspond cette baisse des cours ou cette perte de valeur, porte uniquement sur les titres sans se matérialiser auparavant ou concomitamment par une perte dans le patrimoine de la société* ». Mme le professeur Schiller relève aussi que la diffusion d'une information erronée cause un préjudice à la société, mais elle n'appauvrit pas le patrimoine social et elle ne provoque aucune diminution de l'actif net de la société. En revanche, elle causera un préjudice aux actionnaires trompés sur la situation sur la réalité de la situation économique, patrimoniale et financière de la société³²⁶.

181. Certains auteurs approuvent la jurisprudence qui interdit l'action individuelle de l'associé estimant que la dépréciation des titres ne constitue que le reflet de la diminution de l'actif de la société : la décision serait justifiée parce que la substance des droits sociaux n'est pas affectée et les titres continuent d'offrir les mêmes prérogatives (droit de vote, droit de communication, droit aux dividendes etc.)³²⁷. On peut résumer cette conception en disant que si la valeur change, la substance des droits sociaux reste la même³²⁸.

182. Pour d'autres, comme M. Bélot, cette jurisprudence est critiquable parce qu'elle méconnaît le *caractère économique du préjudice* subi par l'associé³²⁹. L'auteur définit le préjudice économique comme celui qui « *naît de l'atteinte à une activité de création de revenus basée sur l'exploitation des capacités physiques et intellectuelles d'un corps humain, des utilités des biens corporels ou incorporels, ou de l'atteinte à la dynamique propre de*

³²⁵ F. Danos, La réparation du préjudice individuel de l'actionnaire, RJDA 5/08, p. 471 et s.

³²⁶ A. Schiller, L'actionnaire plus facilement indemnisé en cas de diffusion d'une information erronée, Rev. Droit des sociétés, août-septembre 2009, p. 6

³²⁷ J. Hallouin, Distinction action sociale - action individuelle : la perte de valeur des droits sociaux à la suite d'un dommage subi par la société n'est pas un préjudice personnel distinct du préjudice social, D. 1998, p. 180

³²⁸ *Id.*

³²⁹ F. Bélot, Le préjudice économique de l'associé victime de la dépréciation de ses titres, PA 26 avril 2006 n° 83, p. 6

*l'activité économique en question*³³⁰ ». Selon cet auteur la faute du dirigeant peut provoquer un « préjudice économique issu de l'atteinte à l'activité de gestion de titres (recherche de plus-values dans le cadre d'une activité professionnelle de spéculation), ou dans leur utilisation pour mener une activité économique plus large (nantissement des titres comme garantie dans le cadre d'un emprunt pour soutenir une activité économique personnelle et différente de celle de la société) ». L'auteur réserve cette analyse cependant à ce qu'il considère comme un « un emploi dynamique, et non d'une simple propriété statique, des titres ». Il considère que l'actionnaire passif, c'est-à-dire celui qui se contente de la détention de ses titres, ne peut pas invoquer le préjudice économique né de la dépréciation des titres. Cette conception permet de se détacher de la contrainte selon laquelle la dépréciation des titres n'est que le corolaire de la diminution de l'actif social. Toutefois, on peut observer qu'il existe une autre possibilité pour y échapper.

183. Financièrement, dans les sociétés non cotées la valeur d'un titre correspond à la valeur mathématique comptable et intrinsèque divisée par le nombre de titres. Si l'actif diminue la valeur du titre baissera respectivement. Lorsque la société est cotée, la valeur boursière des actions est déterminée par la confrontation de l'offre et de la demande. Cette valeur boursière peut être différente de la valeur nominale comptable. Si le dirigeant a commis une faute de gestion ou un abus de biens sociaux, la réaction du marché suite à l'annonce de ses actes peut être assez négative. En d'autres termes, la valeur boursière après la révélation au public des fautes du dirigeant peut baisser plus que la diminution de l'actif de la société. Dans ce cas, même s'il s'agit d'une faute de gestion ou d'un abus de biens sociaux, la dépréciation de la valeur n'est pas dû à la seule diminution de l'actif, mais bien à la faute du dirigeant. Par conséquent, cette dépréciation constitue bien un préjudice personnel distinct du préjudice social. Il reste cependant une hypothèse dans laquelle l'associé ne peut pas exercer l'action individuelle en cas de faute du dirigeant. C'est l'hypothèse dans laquelle un ancien associé a vendu ses titres. Devenant ainsi un tiers à la société, l'ancien associé doit agir contre la société pour l'indemnisation de son préjudice en application du principe selon lequel le dirigeant n'est personnellement responsable qu'en cas d'une faute séparable de ses fonctions³³¹. Lorsque la faute n'est pas détachable, la société doit indemniser l'ancien associé. La communication d'une fausse information ne sera pas toujours considérée comme une faute détachable. La Chambre commerciale a approuvé une sanction de l'AMF ayant imputé à une

³³⁰ *Id.*

³³¹ Cass. Com. 20 mai 2003, n° de pourvoi 99-17092

société anonyme la communication d'informations trompeuses par son dirigeant³³². En définitive, il peut y avoir un préjudice individuel même en cas d'abus de biens sociaux.

184. Enfin, il existe un autre moyen d'éviter la contrainte liée à la preuve du caractère personnel. Dans l'affaire *Sidel*³³³, le tribunal correctionnel et ensuite la cour d'appel³³⁴, les investisseurs ont été indemnisés à la hauteur de la perte de chance de ne pas avoir fait un investissement éclairé en raison de la communication de fausses informations. Le tribunal et la cour d'appel ont jugé que la perte de chance ne se confondait pas avec le montant de la perte lors de la revente des titres. Par conséquent, la preuve d'un préjudice personnel est évitée par le recours à la perte de chance. Selon les juges le préjudice n'est pas constitué par la revente à perte des titres dépréciés mais par la perte de chance de réaliser un investissement éclairé. Or, la perte de chance est un préjudice bien distinct de la dépréciation des titres.

On va voir que la perte de chance constitue un moyen assez commode pour surmonter toutes les difficultés liées à la caractérisation d'un préjudice réparable.

Section 2 Le dépassement des difficultés par le recours à la notion de perte de chance

185. La jurisprudence a dépassé les difficultés par le recours à la notion de perte de chance (§1). Cependant, son application n'est pas adaptée à l'indemnisation du préjudice financier et empêche notamment son identification (§2).

§1. Le recours actuel à la notion de perte de chance

186. L'application généralisée de la perte de chance en matière financière (A) s'explique par le fait qu'elle constitue un palliatif commode des difficultés existantes en matière de preuve des caractères requis d'un préjudice réparable (B).

³³² Cass. Com. 19 déc. 2006, n° de pourvoi 05-18833

³³³ T. corr. Paris, 11e ch., 12 sept. 2006, *Sidel*

³³⁴ Cour d'appel de Paris, 9° B, 31 octobre 2008, *Sidel*

A/ L'actuelle hégémonie de la perte de chance en matière financière

Avant d'examiner le domaine d'application de la perte de chance en matière de préjudice financier (2) il faut évoquer la notion même de perte de chance (1).

1. La notion de perte de chance

187. Dès 1889 la Chambre des Requêtes et dès 1911 la Chambre civile de la Cour de cassation admettaient l'indemnisation du préjudice résultant du manquement d'un mandataire de justice d'introduire un recours³³⁵. Ce préjudice, appelé perte de chance, est considéré depuis comme un préjudice actuel et certain. La jurisprudence disposait de deux possibilités : soit de ne pas indemniser le préjudice vu l'incertitude relative à l'acceptation du recours, soit d'indemniser juste une partie du préjudice réduit à la mesure du lien de causalité avec la faute³³⁶. La jurisprudence a choisi la deuxième voie. Compte tenu qu'il n'est pas certain que le recours aurait abouti, l'indemnisation était limitée à la chance perdue.

La perte de chance est un préjudice certain dont l'évaluation dépend d'un événement incertain. Pour être prise en compte la chance doit présenter certains caractères.

a) Préjudice certain dont l'évaluation relève d'un événement incertain escompté

188. Madame Ruellan définit la perte de chance comme « *une forme de préjudice, dont l'objet est la disparition d'une chance préexistante, définie comme une probabilité non acceptée et non hypothétique, constituant un élément du patrimoine*³³⁷ ».

189. Les hypothèses qui ont donné lieu à l'application initiale de la perte de chance sont nombreuses : un accident prive un étudiant de la chance de se présenter à un examen, l'envoi tardif ou l'absence d'envoi d'une lettre prive une société à se présenter à un appel d'offre, un mauvais diagnostic prive un patient de la chance de guérison. Dans ces hypothèses l'indemnisation de la seule perte de chance est justifiée par le fait qu'il n'est pas certain qu'en

³³⁵ Req. 17 juillet 1889, S. 1891, 1, 399 ; Civ. 27 mars 1911, D.P. 1914, 1, 225, note H. Lalou

³³⁶ J. Boré, L'indemnisation des chances perdues : une forme d'appréciation quantitative de la causalité d'un fait dommageable, JCP, 1974, I, 2620, spéc. n° 2

³³⁷ C. Ruellan, La perte de chance en droit privé, RRJ, 1999, p. 729, n°4

l'absence de la faute la chance se serait réalisée : on ne sait pas si l'étudiant aurait passé son examen avec succès, si la société aurait obtenu le marché ou si le patient aurait guéri.

190. La perte de chance est un préjudice spécifique qui présente deux éléments – un élément certain lié à la disparition de la chance de voir un événement favorable se réaliser, et un élément incertain lié à l'absence de certitude que sans la faute l'événement escompté se serait réalisé. La chance ayant une valeur en soi, sera indemnisée proportionnellement à la chance perdue³³⁸.

- *Le caractère certain de la perte*

191. Par définition la réalisation d'une chance n'est jamais certaine³³⁹. Selon la Cour de cassation l'« *élément de préjudice constitué par la perte d'une chance présente un caractère direct et certain chaque fois qu'est constatée la disparition, par l'effet du délit, de la probabilité d'un événement favorable*³⁴⁰ ». Pour que la perte de chance constitue un préjudice certain il faut que la faute prive la victime de la possibilité de voir l'événement escompté se réaliser de *manière définitive*³⁴¹. Comme le relèvent MM. Mazeaud et Tunc : « *il n'est plus possible d'attendre pour savoir si le préjudice existera ou n'existera pas ; la réalisation du préjudice ne dépend plus d'événements futurs ou incertains. La situation est définitive ; plus rien ne la modifiera ; par sa faute, le défendeur a arrêté le développement d'une série de faits qui pouvaient être source de gains ou de pertes*³⁴² ». La perte de la probabilité favorable doit donc être certaine. Sinon, le préjudice lui-même ne sera pas certain et par conséquent il ne sera pas indemnisable. Si la perte n'est pas définitive, le préjudice sera simplement éventuel³⁴³.

192. Le préjudice subi par la victime, que l'on appelle le *préjudice total ou final* est constitué par l'absence de réalisation de la chance (perte d'un procès par exemple si un recours n'a pas été exercé ou le décès d'un patient). Le préjudice indemnisable est égal cependant juste à la

³³⁸ Voir Rapport annuel de la Cour de cassation 2007, p. 268. Selon la Cour de cassation « *la théorie de la perte de chance en matière médicale met en lumière une dialectique entre deux éléments contradictoires : une incertitude et une certitude. L'incertitude tient au fait qu'il ne peut être certain que si la faute n'avait pas été commise, la guérison, ou au moins une amélioration de l'état du patient, aurait pu être retenue. La certitude tient au fait que si la faute n'avait pas été commise le malade avait des chances de guérison ou d'amélioration et que la faute l'a privé de cette chance* ».

³³⁹ Cass. crim., 6 juin 1990, no 89-83703, publié au Bull.

³⁴⁰ *Idem*

³⁴¹ J.Boré, L'indemnisation pour des chances perdues : une forme d'appréciation quantitative de la causalité d'un fait dommageable, op. cité, n° 29

³⁴² H. Mazeaud, L. Mazeaud et A. Tunc, Traité théorique et pratique de la responsabilité civile délictuelle et contractuelle, op. cité, n° 219

³⁴³ Voir, Boré, op. cité, n°29

perte de la chance de survie ou d'exercer un recours parce que, par hypothèse, la faute a arrêté le processus de réalisation de la chance et on ne peut plus savoir si la victime aurait gagné son procès ou aurait survécu. On voit que la probabilité favorable perdue peut être une chance de gain ou une chance d'éviter une perte.

193. Cette perte définitive de la chance doit être directement causée par la faute, c'est-à-dire qu'il doit exister un lien de causalité entre la faute et la perte de la chance. L'application de la perte de chance suppose que la faute n'a pas causé le préjudice total subi, mais qu'elle a empêché sa réalisation en cas de perte d'un événement favorable ou qu'elle a maintenu la possibilité de sa réalisation en cas de chance d'éviter un préjudice³⁴⁴. S'il est certain en revanche, que la faute n'a pas causé le préjudice total, *a fortiori* elle ne pourra pas entraîner une perte de chance³⁴⁵.

- *Le caractère incertain de la chance*

194. Le préjudice total ou final est simplement éventuel parce qu'il est impossible de savoir si la chance pourrait se réaliser en l'absence de la faute. En outre, la chance n'est plus en mesure de se réaliser³⁴⁶. C'est la raison pour laquelle pour certains la perte de chance est un préjudice intermédiaire, constitué par la disparition d'une *situation en devenir*, qui devient l'objet même du préjudice³⁴⁷. Cette situation espérée est prise en compte par la jurisprudence afin d'indemniser sa perte. La perte a une valeur économique qui est calculée par rapport au préjudice final dont le dénouement reste cependant incertain. La perte de chance est rattachée au préjudice final car son évaluation constitue un pourcentage de celui-ci. Le juge doit procéder à un *pronostic rétrospectif* afin d'évaluer les chances de la victime avant la faute pour la réalisation de l'événement espéré³⁴⁸ (chance de survie, chance de passer l'examen avec succès, chance d'obtenir une promotion *etc.*).

³⁴⁴ Voir Boré, op. cité, n°1

³⁴⁵ A. Dorsner-Dolivet, obs. sous Cass. 1^{ère} civ. 17 nov. 1982, n° de pourvoi 81-13530, D. 1984, p. 305, spéc. p. 307. En l'espèce, il n'a pas été prouvé qu'il existait un lien causal entre la faute du médecin et le préjudice final subi par le patient. La Cour de cassation a écarté l'application de la perte de chance : « *Attendu qu'en ayant recours à la notion de perte d'une chance pour déclarer le médecin partiellement responsable de la réalisation d'un risque, alors que cette notion ne pouvait concerner que l'évaluation du préjudice, les juges du second degré, qui avaient constaté l'absence de preuve d'une relation de cause à effet entre la faute retenue par leur arrêt, c'est-à-dire l'utilisation de la technique d'insufflation d'air dans le sinus malgré une manifestation hémorragique, et la réalisation du dommage, c'est-à-dire l'apparition d'une embolie gazeuse, ont violé le texte susvisé* » ;

³⁴⁶ Voir, Ruellan, op. cité, n° 21

³⁴⁷ *Idem*

³⁴⁸ I. Vicarie, La perte d'une chance, RRJ, 1987, p. 903, spéc. p. 926

195. Si l'espérance n'est pas éventuelle, mais réelle, sa disparition constitue un préjudice « réel »³⁴⁹. C'est-à-dire que si la faute n'arrête pas simplement le processus de réalisation du préjudice total, mais aboutit à sa réalisation, la victime aura droit à une indemnisation pour le préjudice total. La différence fondamentale entre l'indemnisation de la perte de chance et le préjudice final c'est la limitation d'indemnisation de la perte de chance à un pourcentage du préjudice final, évalué souverainement par les juges du fond. Or, lorsque la perte est entièrement subie et ne constitue pas simplement une chance perdue, la perte de chance ne doit pas s'appliquer³⁵⁰. La doctrine parle dans ce cas de « *préjudice incontestable*³⁵¹ », alors que la jurisprudence utilise les formules « *préjudice entièrement consommé*³⁵² » ou « *intégralement consommé*³⁵³ ».

b) Les caractères de la perte de chance

196. L'avant-projet de loi sur la responsabilité civile reprend la définition jurisprudentielle de la perte de chance³⁵⁴. L'article 1238 de l'avant-projet définit la perte de chance comme « *la disparition actuelle et certaine d'une éventualité favorable* ». Cependant, l'avant-projet reste silencieux en ce qui concerne les caractères de la perte de chance. La Cour de cassation a déjà jugé que la chance doit être réelle et sérieuse³⁵⁵. Depuis quelques années, on constate un changement de vocabulaire. La Haute Cour évoque *la perte d'une chance raisonnable* pour refuser toute indemnisation au titre d'une perte de chance³⁵⁶. Il est possible de considérer que l'absence de chance raisonnable signifie que la victime ne disposait pas dans son patrimoine d'une chance même minime. En d'autres termes, la chance n'était pas réelle, elle n'existait pas tout simplement. Par conséquent, il faut examiner les deux caractères de la chance : elle doit être réelle et raisonnable et elle doit être sérieuse.

³⁴⁹ *Ibid.*

³⁵⁰ Voir Cass., 1^{ère} civ., 28 janv. 2010, n° de pourvoi 09-10992, RDSS 2010, 375, obs. F. Arhab-Girardin : « *Dès lors que les préjudices subis découlent de façon directe, certaine et exclusive d'une intervention chirurgicale mutilante, non justifiée et non adaptée, ils ouvraient droit à réparation intégrale et non seulement à la réparation de la perte de chance d'éviter l'opération* »

³⁵¹ H. Mazeaud, L. Mazeaud et A. Tunc, *Traité théorique et pratique de la responsabilité civile délictuelle et contractuelle*, op. cit., n° 219

³⁵² Cass. Civ. 1^{ère} 9 décembre 2010, n° de pourvoi 09-16531, Publié au Bull.

³⁵³ Cass. Civ. 1^{ère}, 6 octobre 2011, n° de pourvoi, 10-23654, Non publié au Bull.

³⁵⁴ V. Cass. Civ. 1^{ère}, 21 novembre 2006, n° de pourvoi 05-15674, Cass. Civ. 1^{ère}, 4 juin 2007, n° de pourvoi 05-20213, Cass. Civ. 1^{ère}, 14 octobre 2010, n° de pourvoi 09-69195

³⁵⁵ Com. 6 juin 1990, n° de pourvoi 88-17851, Cass. Civ. 1^{ère}, 4 avril 2001, n°98-23.157

³⁵⁶ Cass. Civ. 1^{ère}, 30 avril 2014, n°12-22.567 et n°13-16.380, Cass. Civ. 1^{ère}, 25 novembre 2015, n° 14-25.109, Cass. Civ. 3^{ème}, 7 avril 2016, n°15-14.888

- *Chance réelle/raisonnable*

197. La première condition concernant la chance, objet du droit, est qu'elle ne doit pas être purement hypothétique. Elle ne doit pas être *aléatoire*³⁵⁷ ou « *une quelconque chimère*³⁵⁸ ». Cette exigence empêche d'indemniser des préjudices illusoires. L'acte dommageable ne permet pas de savoir si l'événement espéré se serait produit et la victime est ainsi réduite à une simple chance³⁵⁹. La particularité du préjudice est qu'il n'est « *pas perçu, mais conçu*³⁶⁰ ». Cependant, la chance ne doit pas être *un espoir* pour la victime. Il doit s'agir d'un préjudice bien existant. La Cour de cassation exige la constatation de la « *disparition actuelle et certaine d'une éventualité favorable*³⁶¹ ». Ainsi la perte d'accéder à une situation bien rémunérée invoquée par un enfant ayant neuf ans au moment de l'accident n'a pas été considérée comme une chance réelle et certaine³⁶². De même, l'agent immobilier ne perd pas une chance réelle de recevoir une commission qui n'a pas été fixée conformément aux exigences règlementaires³⁶³. Au contraire, il faut prendre en compte la chance de la victime d'accéder à une promotion envisageable avant son décès³⁶⁴. Le fils qui aidait ses parents pour l'exercice de leur activité « *peut se prévaloir d'une perte de chance de reprendre avec succès l'activité de ses parents*³⁶⁵ ».

198. La chance devient réelle lorsqu'au moment de la faute la victime pouvait bien espérer la réalisation de l'événement escompté. En quelque sorte la chance est déjà en germe au moment de la disparition de la possibilité de voir sa réalisation. Mme Ruellan estime justement que la victime doit être « *dans un processus d'ores et déjà déclenché* avant même l'intervention d'une faute³⁶⁶ ». En d'autres termes, la chance existe en quelque sorte déjà dans le patrimoine de la victime. Si tel n'est pas le cas, la chance ne peut pas être considérée comme certaine.

³⁵⁷ C. Ruellan, La perte de chance en droit privé, RRJ, 1999, p. 729, n°15

³⁵⁸ P. Le Tourneau et L. Cadiet, Droit de la responsabilité, Dalloz, 1996, p. 658

³⁵⁹ . Chabas, « La perte d'une chance en droit français », in Développement récent du droit de la responsabilité civile, Genève, 1991, p. 133

³⁶⁰ Boré, op. cité, n°15

³⁶¹ Cass. 1^{ère} civ. 4 juin 2007, n° de pourvoi 05-20213, Publié au bulletin ; Cass. 1^{ère} civ. 21 novembre 2006, n° de pourvoi 05-15674, Publié au bulletin ; Cass. 1^{ère} civ., 8 mars 2012, n° de pourvoi: 11-14234 , Publié au bulletin

³⁶² Cass. 2^{ème} civ., 9 novembre 1983, n° de pourvoi 82-12427, Publié au Bull. JCP J, II, 20360, obs. Y. Chartier

³⁶³ Cass. 1^{ère} civ., 8 mars 2012, déjà cité

³⁶⁴ Cass. Crim. 3 nov. 1983, n° de pourvoi 82-94455, Publié au Bull. JCP J, II, 20360, obs. Y. Chartier

³⁶⁵ Cass. 2^{ème} civ. 16 janvier 2014, n° de pourvoi 13-10566, Publié au bulletin

³⁶⁶ C. Ruellan, op. cité, n° 38

- Chance sérieuse

199. La chance doit être aussi sérieuse. Ce caractère semble renforcer le premier, c'est-à-dire que la chance pour qu'elle ne soit pas considérée comme éventuelle et hypothétique doit être non seulement réelle, mais aussi sérieuse. Néanmoins, il est possible de considérer que le caractère sérieux de la chance détermine plutôt le degré de son indemnisation³⁶⁷. Après l'examen du caractère réel de la chance, intervient un deuxième examen – celui de son degré de probabilité³⁶⁸. Ainsi, après avoir déterminé que la chance existait réellement, le juge doit apprécier son caractère sérieux. A ce stade il évalue les chances effectives de la victime. L'indemnisation sera égale à un pourcentage du préjudice total. Ce pourcentage est déterminé en fonction des chances de la victime d'obtenir l'avantage escompté : « la valeur de la chance est déterminée par une pondération numérique affectant un coefficient d'efficacité à chacune des causes possibles : on divise le préjudice final en un certain nombre de probabilités que l'on attribue des causes diverses³⁶⁹ ». Plus la victime aurait des chances d'obtenir l'avantage souhaité, c'est-à-dire plus ses chances sont *sérieuses*, plus son indemnisation sera élevée³⁷⁰. A notre avis si la probabilité est totalement inexistante, dans ce cas la perte de chance ne sera pas réelle, elle sera donc inexistante. Si elle existe cependant, elle donnera droit à une réparation calculée en fonction des chances de la victime, même si elles sont très faibles. Ce qui semble dire la Cour de cassation dans un arrêt du 13 mai 2014 : « la perte certaine d'une chance, même faible, est indemnisable, la cour d'appel, qui n'a pas établi l'absence de probabilité de poursuite du contrat, a violé le texte susvisé³⁷¹ ». Toutefois, lorsque la victime ne dispose pas d'une chance raisonnable, elle ne sera pas indemnisée³⁷².

200. Si la chance existe, mais elle est faible, elle peut quand même donner lieu à une indemnisation aussi faible. En revanche, la chance très élevée ne donne jamais lieu à une indemnisation totale du préjudice final. La Cour de cassation exige que la réparation n'excède pas la valeur des chances perdues³⁷³. Étant donné que l'indemnisation de la perte de chance n'est jamais égale au préjudice final, son application dans le domaine financier limite l'indemnisation du préjudice financier. Par conséquent, l'investisseur ne peut pas récupérer la

³⁶⁷ Voir I. Vacarie, op. cité, p. 922 qui relève que selon la Cour de cassation « la probabilité est à la fois condition et mesure de la réparation »

³⁶⁸ P. Oudot, La perte de chance : incertitudes sur un préjudice certain, Gaz.Pal., 26 février 2011 n° 57, p. 8

³⁶⁹ Boré, op. cité, n°15

³⁷⁰ Voir Cass. 1^{ère} civ. 7 juillet 2011, n° de pourvoi 10-19766, Publié au bulletin, Dans cet arrêt les juges du fond ont évalué la chance à 80%.

³⁷¹ Cass. Com. 13 mai 2014, n° de pourvoi 13-11758, Non publié au Bull.

³⁷² V. *supra* n° 196

³⁷³ Cass. 1^{ère} civ. 27 mars 1983, JCP, II, 17643, obs. R. Savatier

totalité de sa perte. Pourtant, la Cour de cassation applique la perte de chance dans plusieurs domaines.

2. L'application généralisée de la notion de perte de chance en matière financière

201. L'examen de la jurisprudence dans des domaines différents nous permet de constater que la perte de chance a gagné un terrain d'application considérable. A quelques exceptions près, la jurisprudence applique la perte de chance dans toutes les hypothèses où l'investisseur subit une perte financière.

a) Application en matière de règles de bonne conduite

- *L'obligation de mise en garde*

202. L'inobservation des règles de bonne conduite a donné lieu à une première application de la perte de chance. Aujourd'hui les règles de bonne conduite, issues de la Directive MIF, sont transposées aux articles L533-11 et suivants du Code monétaire et financier. La jurisprudence soucieuse de protéger les investisseurs non avertis, avait déjà mis à la charge des prestataires une obligation de mise en garde lorsque l'opération envisagée par l'investisseur présentait un caractère spéculatif³⁷⁴. La mise en garde doit être accomplie avant la passation de l'opération puisqu'elle a pour objet d'attirer l'attention de l'investisseur sur les risques de l'opération³⁷⁵. Si le prestataire manque à son obligation de mise en garde, l'investisseur prend une décision d'investir sans connaître les risques de l'opération. La jurisprudence a limité le préjudice de l'investisseur à la hauteur de la perte de chance³⁷⁶. Par conséquent, en cas de perte l'investisseur ne peut pas récupérer la totalité des sommes perdues. La perte de chance est celle « *d'échapper, par une décision peut-être plus judicieuse, au risque qui s'est finalement réalisé*³⁷⁷ ou « *une perte de la chance de mieux orienter son épargne et ses investissements sur des supports moins risqués*³⁷⁸ ».

³⁷⁴ Cass. Com., 5 novembre 1991, Bull. 1991, IV, n° 327, pourvoi n° 89-18005, arrêt *Buon*

³⁷⁵ V. M. Storck, Du devoir d'alerte dans le droit des marchés financiers, Mélanges offerts à Philippe Simler : Litec et Dalloz 2006, p. 514

³⁷⁶ V. M. Roussille, La perte de chance en matière boursière : sanction de l'obligation de mise en garde des intermédiaires financiers, Gaz. Pal. Ven. 25, samedi 26 février 2001, p. 16

³⁷⁷ Cass. Com. 9 avril 2002, n° 97-13093, Non publié au bulletin

³⁷⁸ Cass. Com. 8 décembre 2009, n° 08-70216, Non publié au bulletin

- Obligation de conseil

203. Pour l'exécution des services de conseil en investissement et de gestion de portefeuille les textes prévoient³⁷⁹ de s'enquérir de la situation financière de l'investisseur, de son expérience en matière d'investissement et de ses objectifs en ce qui concerne les services demandés. Cette obligation connue comme *suitability test* exige des prestataires d'adapter les services conseillés à la situation personnelle du client. La Cour de cassation a jugé que le manquement à cette obligation cause un préjudice de perte de chance « *d'échapper, par une décision peut-être plus judicieuse, aux risques qui se sont réalisés* »³⁸⁰.

204. Un arrêt du 4 février 2014 de la Cour de cassation qualifie le préjudice résultant d'un manquement à une obligation d'information, de mise en garde et de conseil comme une perte de chance³⁸¹. En l'espèce la cour d'appel a qualifié le préjudice comme une perte de chance, mais a indemnisé la totalité des pertes subies. La décision de la cour d'appel révèle une volonté certaine de protéger l'investisseur profane : « *s'agissant d'un opérateur profane ne maîtrisant pas les mécanismes complexes du marché à terme exigeant un savoir-faire spécifique, [le préjudice doit] être déterminé en fonction de la totalité des pertes effectivement subies, lesquelles, compte tenu de l'inexpérience de cet opérateur, n'étaient affectées d'aucun aléa* ». Il semble que selon les juges d'appel les investisseurs non professionnels ne peuvent pas assumer des pertes sur le marché à règlement mensuel ce qui nécessite de renforcer leur protection. Sinon il est difficile d'interpréter l'affirmation selon laquelle les pertes ne sont pas affectées d'un aléa. La Cour de cassation casse l'arrêt de la cour d'appel en ces termes : « *Attendu qu'en statuant ainsi, alors que le manquement de la société de bourse aux obligations d'information, de mise en garde et de conseil auxquelles elle peut être tenue à l'égard de son client prive seulement celui-ci d'une chance de mieux investir ses capitaux...* ». La censure est assez logique. Dès le moment où le préjudice est qualifié de perte de chance, les juges du fond ne pouvaient pas indemniser la totalité des pertes subies, mais juste un pourcentage à la hauteur de la chance perdue. En effet, il est impossible d'allouer une indemnité égale à la totalité des pertes subies sans établir un lien de causalité entre la faute et le préjudice subi. Or, la Cour de cassation a déjà eu l'occasion de rappeler que « *le caractère certain du préjudice*

³⁷⁹ Art. 19, point 4 de la Directive MIF, art. 35 de la Directive MIF niveau 2 (Directive 2006/73/CE) transposé à L533-13, I du CMF et art. 314-44 du RG AMF

³⁸⁰ Cass. Com., 12 juin 2012, n° 11-20303, Non publié au bulletin

³⁸¹ Cass. Com., 4 février 2014, n° de pourvoi 13-10630, Publié au bulletin, Joly Bourse, 1^{er} mai 2014, n° 5, p. 261, obs. H. Lécuyer

*allégué par le client non averti d'un prestataire de services d'investissement ne se déduit pas du manquement de ce dernier à son obligation d'information ou de conseil*³⁸²».

205. Cependant, la cassation de l'arrêt du 4 février 2014 est beaucoup trop générale. Il semble que pour la Cour de cassation tout manquement à l'obligation d'information, de mise en garde ou de conseil ne donne lieu qu'à un préjudice de perte de chance. M Storck a déjà observé que *« la jurisprudence est peu soucieuse de dissocier information, conseil et mise en garde*³⁸³ ». Pourtant, cet amalgame doit être évité car elle ne permet pas de rechercher le caractère certain de la perte en matière de manquement à l'obligation de conseil. Sur la portée de cet arrêt on peut se demander si la Cour de cassation revient ainsi sur des arrêts plus anciens dans lesquels les juges du fond, approuvés par la Cour de cassation, avaient déjà indemnisé intégralement le préjudice résultant d'un manquement à l'obligation de conseil et d'information et avaient écarté l'application de la perte de chance³⁸⁴. En tous cas, soumettre les obligations de mise en garde et d'information au même régime que l'obligation de conseil sera regrettable car l'obligation de conseil, issue de la Directive MIF en matière de service de conseil en investissement et en matière de gestion de portefeuille inclut l'obligation d'adapter l'investissement aux objectifs de l'investisseur. Cette obligation a un caractère sensiblement différent de celui des obligations d'informations et de mise en garde³⁸⁵.

b) Application en matière de gestion de portefeuille

206. Le gestionnaire de portefeuille peut commettre plusieurs types de fautes relatives à la gestion. Le préjudice résultant de l'absence fautive de changement du profil de gestion, de passer d'une gestion *“dynamique”* en une gestion *“équilibre”* ou *“sécurité”*, a été analysée comme une perte de chance³⁸⁶.

En outre, le préjudice subi du fait de *l'absence de logique dans la gestion* et de l'absence d'informations sur l'état du portefeuille, a été qualifiée comme une *« perte de chance de*

³⁸² Cass. Com., 14 janvier 2014, n° de pourvoi 12-23923, Non publié au bulletin

³⁸³ M. Storck, Les obligations d'information, de conseil, et de mise en garde des prestataires de services d'investissement, Bull. Joly Bourse 2007, n° 3, p. 311

³⁸⁴ Cass. Com. 7 avril 2009, n° 08-14822 : *« l'arrêt retient que le manquement de la caisse à son obligation d'information et de conseil relatif au caractère risqué de ce placement était directement à l'origine du préjudice subi par son client »*

³⁸⁵ Voir *infra*

³⁸⁶ Cass.Com., 14 janvier 2014, n° de pourvoi 12-23923, Non publié au bulletin En l'espèce, cependant elle n'a pas été indemnisée, parce que la victime ne démontrait pas une perte effective et la *« perte de chance n'est dès lors qu'éventuelle »*.

trouver un nouvel équilibre dans une gestion mieux suivie »³⁸⁷. La mauvaise gestion effectuée par « *un professionnel dilettante et peu surveillé par son employeur* » a causé une perte et probablement un manque à gagner à l'investisseur. Cependant, seule la perte de chance a été indemnisée et elle a été calculée de manière forfaitaire.

c) Application en matière de diffusion d'informations fausses ou trompeuses

207. La diffusion d'informations fausses ou trompeuses n'a pas toujours donné lieu à l'indemnisation de la seule perte de chance. Les juges de fond n'avaient pas hésité d'indemniser la différence entre le prix d'achat, donc celui gonflé par l'information fausse, et le prix de vente. Dans l'affaire *Société générale de Fonderie*, les juges du fond ont indemnisé la perte totale résultant de la différence des prix d'achat et de vente³⁸⁸. Cependant, dans cette affaire les juges du fond, approuvés par la Cour de cassation³⁸⁹ ont refusé d'indemniser le préjudice des investisseurs qui ont conservé leurs titres. Ces titres avaient été acquis avant la diffusion de fausses informations et les investisseurs n'avaient pas prouvé que la décision de conserver ces actions était « *directement dictée par les seules hausses des cours du titre SGS* ».

208. Dans une autre affaire, les juges ont aussi pris en compte *la date d'achat* des titres afin de déterminer le préjudice³⁹⁰. Dans l'affaire *Eurodirect Marketing*, les juges ont indemnisé la moins-value égale à la différence du prix d'achat et de prix de cession. En revanche, le préjudice des investisseurs qui avaient conservé leurs titres même après la rectification de l'information n'a pas été indemnisé. Les juges ont considéré que la conservation des titres montrait « *que ces décisions d'achat [des titres Eurodirect Marketing] n'étaient pas strictement liées aux informations litigieuses, et que cet actionnaire conservait une certaine confiance dans cette société* ».

³⁸⁷ CA Paris, 15e ch. B, 12 avr. 1996 ; X c/ Sté Z., note P. Le Tourneau, *Gestion de portefeuille : Indemnisation de la perte d'une chance du donneur d'ordres suite à la carence fautive du gestionnaire dans sa gestion spéculative*, JCP G, n° 41, 9 Octobre 1996, II 22705

³⁸⁸ Paris, 9e ch. A, 15 juin 1992, *Société Générale de fonderie*, Gaz. Pal. 1992. I. 293, note J.-P. Marchi

³⁸⁹ Cass. Crim. 15 mars 1993, n° de pourvoi : 92-82263, Publié au bulletin

³⁹⁰ Voir S. Schiller, *L'actionnaire plus facilement indemnisé en cas de diffusion d'une information erronée*, Petites affiches 2010, n° 181, p. 4

209. Dans la décision *Regina Rubens*³⁹¹, les juges ont pris en compte non seulement les préjudices des investisseurs qui ont vendu leurs titres, mais aussi les préjudices de ceux qui les ont conservés. La cour d'appel a constaté que « *les intérêts des investisseurs avaient été clairement atteints par de telles pratiques*³⁹², lesquelles avaient motivé chez certains d'entre eux l'acquisition ou la conservation d'actions à un cours fortement surévalué, qui avait chuté aussitôt que les malversations comptables évoquées avaient été divulguées »³⁹³. En revanche, les deux préjudices n'ont pas été indemnisés de la même manière. Le préjudice des investisseurs qui ont acheté leurs actions avant la publication de la fausse information et qui avaient conservé leurs titres correspondait à la moitié du prix d'acquisition. Le préjudice de ceux qui avaient investi après la diffusion des informations « *en plein cœur des fraudes* » était égal à la différence entre le prix d'achat et la valeur de l'action après la publication des informations financières exactes.

210. Dans l'affaire *Flammarion*³⁹⁴, à la suite d'annonce d'informations jugées par la suite trompeuses, un investisseur a cédé ses titres et ne pouvait pas profiter de l'accord de cession qui a été signé peu de temps après la vente de ses titres. Cet accord était déjà en cours de négociation au moment de la diffusion des informations négatives sur les résultats de la société. Le préjudice de l'investisseur a été indemnisé à la hauteur de la perte de chance. Il faut préciser que dans cette affaire la perte de chance n'a pas pour objet d'indemniser une perte financière, mais un manque à gagner. En l'espèce, l'investisseur n'a pas pu réaliser une plus-value égale au montant du prix de cession déterminé dans l'accord de cession, sachant que celui-ci était déjà en cours de négociation entre les dirigeants de la société Flammarion et le tiers acquéreur au moment de la diffusion de l'information. Compte tenu que la chance de céder était très élevée, l'évaluation de la perte de chance était inférieure à la plus-value totale, mais elle était assez proche³⁹⁵.

³⁹¹ T corr. Paris, 11e ch., 22 janv. 2007, *Regina Rubens*, note de B. Garrigues, RTDF 2007, n° 2, chron. 123 ; Cour d'appel de Paris, Chambre 1, section H, 30 Mai 2006, n° 2005/21197, n° JurisData : 2006-312870 ; G. de Vries, La responsabilité civile de la société envers les actionnaires en cas d'information incomplète ou prématurée, JCP E 2004, n° 19, comm. n°695

³⁹² En l'espèce, il y a avait des manipulations comptables qui avaient majoré le chiffre d'affaires et diffusion de fausses informations comptables.

³⁹³ Cour d'appel de Paris, Chambre 1, section H, 30 Mai 2006, n° 2005/21197, n° JurisData : 2006-312870

³⁹⁴ COUR D'APPEL DE PARIS (25ème chambre, section B) 26 septembre 2003 2001/21885 Soulier et a. c/ S.A. Flammarion et a., RG n° 2001/21885, voir note J. Daigre, En matière d'information financière, il ne faut en faire ni trop, ni trop peu...., déjà cité

³⁹⁵ « .. il y a lieu d'évaluer cette perte de chance qui, au vu des circonstances ci-dessus énoncées, était soumise à un aléa très faible »

211. Les décisions les plus récentes ne font plus ni la différence entre les dates d'acquisition des titres, ni la différence entre les préjudices des investisseurs ayant cédé les titres acquis à un cours surévalué et de ceux qui ont conservé leurs titres.

212. Dans l'affaire *Sidel*³⁹⁶, le préjudice subi par les investisseurs du fait d'une diffusion de fausses informations a été qualifié de perte de chance d'investir, de désinvestir ou de ne pas investir à bon escient³⁹⁷. Le Tribunal de Grande Instance de Paris a jugé que « *les actionnaires ont subi, en l'espèce, un préjudice résultant de la perte d'une chance en achetant ou en conservant une action dont les perspectives prometteuses étaient manifestement surévaluées. Leur liberté de choix a été faussée et un préjudice direct leur a ainsi été causé* ». La perte de chance des investisseurs qui ont conservé leurs titres et celle des investisseurs qui les ont vendus a été évaluée de la même manière.

213. L'absence de distinction entre le préjudice de conservation et de celui résultant de la vente à perte des titres acquis après la diffusion de l'information a été confirmée par la Cour de cassation dans l'arrêt *Gaudriot*, rendu le 9 mars 2010³⁹⁸. Dans cet arrêt la Cour de cassation a de nouveau limité le préjudice des investisseurs, victimes de diffusion de fausses informations à la seule perte de chance. La « *standardisation* »³⁹⁹ du préjudice et l'assimilation des préjudices de conservation et de cession à perte ressortent très clairement de l'attendu de principe : « *celui qui acquiert ou conserve des titres émis par voie d'offre au public au vu d'informations inexactes, imprécises ou trompeuses sur la situation de la société émettrice perd seulement une chance d'investir ses capitaux dans un autre placement ou de renoncer à celui déjà réalisé* ». La Cour de cassation va encore plus loin parce qu'elle n'a même pas réservé la situation des investisseurs qui avaient acquis leurs titres après la rectification de l'information et dont la décision d'investir n'était pas par conséquent

³⁹⁶ T. corr. Paris, 11e ch., 12 sept. 2006, *Sidel*, Bull. Joly 2007. 59, note. E. Dezeuze ; Rev. sociétés 2007. 102 , note J.-J. Daigre ; D. 2006. Point de vue 2522, par D. Schmidt ; D. 2007. Pan. 2423 , obs. S. Thomasset-Pierre.

³⁹⁷ Rev. sociétés 2007. 102 , note J.-J. Daigre

³⁹⁸ Com., 9 mars 2010, n° de pourvoi 08-21547, Publié au Bull. ; D. 2010. 761 , obs. A. Lienhard ; ibid. 2797, obs. J.-C. Hallouin, E. Lamazerolles et A. Rabreau ; Rev. sociétés 2010. 230, note H. Le Nabasque ; RSC 2011. 113, obs. F. Stasiak ; RTD civ. 2010. 575, obs. P. Jourdain ; RTD com. 2010. 374, obs. P. Le Cannu et B. Dondero ; ibid. 407, obs. N. Rontchevsky ; JCP E 2010, 1483, note S. Schiller ; Bull. Joly Bourse 2010. 316, note N. Rontchevsky.

³⁹⁹ Voir D. Martin, La réparation du préjudice des investisseurs en cas de fausse information, JCP E 2010, n° 36, somm. n° 1777, spéc. n° 5

influencée par la diffusion de l'information. Pourtant, cette question a été bien soulevée dans le moyen des auteurs du délit⁴⁰⁰.

214. Cette solution est déjà bien acquise puisqu'elle a été confirmée récemment dans l'affaire *Marionnaud*⁴⁰¹. En l'espèce, la société Marionnaud s'est rendue coupable de la diffusion d'informations fausses et elle a été condamnée à indemniser le préjudice de l'investisseur. Dans son pourvoi en cassation, la société conteste l'existence d'un lien de causalité entre le préjudice subi et la diffusion des informations : « *la diffusion d'informations trompeuses ne peut justifier la condamnation de la société émettrice que s'il est démontré que l'investisseur s'est effectivement référé aux informations diffusées pour décider de vendre, de conserver ou d'acheter des titres de la société concernée* ». Sans surprise ce moyen a été rejeté par la Cour de cassation. Elle a retenu que le préjudice de perte de chance « *de prendre des décisions d'investissements en connaissance de cause et de procéder à des arbitrages éclairés, en particulier en renonçant aux placements déjà réalisés* » résultait directement de la diffusion de fausses informations. Il était donc inutile pour la cour d'appel de rechercher un lien de causalité direct entre la diffusion de fausses informations et le préjudice final car selon la jurisprudence l'indemnisation ne couvre que la perte de chance de mieux investir.

d) L'hypothèse échappant à la perte de chance - l'absence d'appel en couverture⁴⁰²

215. Aux termes de l'article 516-2 du Règlement général de l'AMF lorsque le prestataire reçoit un ordre à règlement ou livraison différés il « **ne peut accepter un tel ordre de la part de l'investisseur que s'il obtient de celui-ci la constitution d'une couverture soit dans ses livres, soit dans les livres du teneur de compte conservateur s'il n'assure pas lui-même cette fonction** ». La constitution de la couverture implique deux obligations : une première de la part de l'investisseur qui a une obligation de constituer la couverture, et une deuxième de la

⁴⁰⁰ Voir le moyen reproduit sous l'arrêt : « *ALORS, D'AUTRE PART, QU'en ne distinguant pas, parmi les actionnaires, ceux qui avaient acquis leurs titres postérieurement au 29 43 décembre 2003, date à laquelle la société Y... avait formellement informé le marché des difficultés qu'elle rencontrait quand, à compter de cette date, ceux-ci, qui étaient parfaitement avisés de la situation, ne pouvaient plus prétendre avoir acquis leurs titres en raison du caractère incomplet des communiqués précédents qui n'avaient pas fait état des réserves émises par les commissaires aux comptes, la Cour d'appel a privé sa décision de base légale au regard de l'article L. 225-252 du Code de commerce ;* »

⁴⁰¹ Cass. Com. 6 mai 2014, n° de pourvoi 13-17632, 13-18473, Publié au bulletin, P. Pailler, Indemnisation de la perte d'une chance pour l'associé d'investir en connaissance de cause, Rev. de Droit banc. et fin. 2014, n° 4, comm. 156 ; Bull. Joly Bourse 2014, § 111, p. 4, p. 340, note A. Gaudemet ; Bull. Joly Sociétés 2014, § 112, p. 449, note S. Torck

⁴⁰² Sur la question du défaut d'appel en couverture et de sa sanction voir *infra*

part du prestataire qui doit l'exiger avant la passation de l'ordre. L'appel en couverture a été considéré par la jurisprudence comme une règle ayant pour seul objet de protéger le marché⁴⁰³. Par conséquent, la Cour de cassation avait d'abord refusé d'engager la responsabilité civile des prestataires ayant permis la passation d'ordres sans avoir reçu au préalable une couverture. Cependant, les investisseurs qui devaient payer le solde débiteur, généré par les ordres non couverts, ont continué d'opposer aux prestataires leur absence d'appel en couverture. La Cour de cassation a opéré un revirement en 2008⁴⁰⁴. La jurisprudence a d'abord rattaché l'obligation d'appel en couverture à l'obligation d'information. L'appel en couverture a été considéré comme une sorte de signal d'alarme permettant à l'investisseur de mesurer le risque qu'il prend. On a déjà examiné que le manquement à l'obligation d'information donne lieu à une perte de chance de prendre une meilleure décision. Cependant, il n'en reste pas moins que l'article 516-2 du Règlement général exige que l'ordre ne peut pas être passé sans la constitution d'une couverture. Dès lors, il est inutile de se demander quel aurait été le comportement de l'investisseur s'il était appelé dûment en couverture car le prestataire est obligé de s'assurer que la couverture est constituée. La Cour de cassation a changé de position et elle a détaché la question de l'appel en couverture de l'obligation d'information. Ainsi, elle a cassé un arrêt de la cour d'appel qui avait indemnisé juste la perte de chance d'un investisseur qui invoquait l'absence d'appel en couverture⁴⁰⁵. L'arrêt de censure montre que la perte de chance n'a plus aucune place dans le contentieux de la responsabilité des professionnels qui laissent les donneurs d'ordre passer des opérations sans avoir constitué une couverture⁴⁰⁶. En outre, le prestataire est très lourdement sanctionné, car il doit indemniser la totalité des pertes subies.

216. En dehors de cette hypothèse, la jurisprudence applique la perte de chance ce qui ne permet pas une indemnisation intégrale du préjudice subi par les investisseurs. En cas de perte, ils ne peuvent espérer recevoir qu'une partie du préjudice subi égale à un pourcentage, calculé parfois forfaitairement par les juges du fond. Cependant, l'application généralisée de la perte de chance peut s'expliquer par sa commodité.

⁴⁰³ Com. 10 déc. 1996, Bull. Joly Bourse, mars-avril 1997, §22, p. 205, note H. De Vauplane, I. Najjar, La "couverture" du marché à terme, D. 1993, p. 45 ; Com., 8 juillet 2003, D. 2003, act. Jurispr. p. 2095, obs. V. Avena-Robardet ; Bull. Joly bourse septembre-octobre 2003, § 75, p. 591, note L. Ruet ; Banque et droit n° 91, septembre-octobre 2003, p. 48, obs. H. de Vauplane et J.-J Daigre ; JCP E 2003, 1589, note Ph. Goutay

⁴⁰⁴ Com. 26 févr. 2008, n° 07-10.761, D. 2008. AJ. 776, obs. X. Delpech, et Chron. C. cass. 1231, obs. M.-L. Bélaval et I. Orsini ; RTD com. 2008. 371, obs. M. Storck ; LPA 2008, n° 113, p. 9, note L. Ruet, n° 142, p. 16, note F. Bussière et A.-D. Merville ; RD banc. fin. 2008, n° 3, obs. A.-M. Muller

⁴⁰⁵ Com. 22 mai 2012, n° 11-17936

⁴⁰⁶ L. Ruet, Le contentieux de l'indemnisation des pertes boursières en cas de spéculation à découvert, Bull. Joly Bourse 2012, n°9, p. 344

B/ Un recours commode

217. Les applications nombreuses de la perte de chance s'expliquent par la flexibilité de la notion. En outre, le recours à la perte de chance en matière financière constitue un moyen *commode*⁴⁰⁷ de surmonter les difficultés susceptibles de se présenter lors de l'établissement des caractères du préjudice réparable.

1. Moyen de surmonter les difficultés relatives à l'exigence d'un préjudice certain

218. Lors de l'examen du domaine très large de la perte de chance, on a constaté que les investisseurs n'étaient indemnisés que d'une partie de leur préjudice. L'indemnisation totale suppose l'établissement du caractère certain et direct du préjudice. Or, toute la difficulté pour les investisseurs consiste à établir que leur préjudice final présente ces deux caractères. Nous avons déjà pu constater qu'il est difficile d'établir un préjudice *direct* ou plus précisément un lien de causalité direct entre l'acte dommageable et le préjudice final résultant de la dépréciation des titres ou de la perte de valeur de l'actif.

Deux spécificités principales dans le domaine financier rendent le recours à la notion de perte de chance assez pragmatique.

- *La présence d'un risque financier et la perte de chance de réaliser un gain*

219. La passation d'un acte d'investissement place l'investisseur dans une situation d'insécurité liée à la présence d'un risque de perte ou d'absence de gain. Toutefois, le fait d'effectuer une opération risquée ne doit pas avoir pour effet d'empêcher l'indemnisation du préjudice né d'un acte dommageable. Il a été déjà examiné que l'acceptation ne concerne que les risques normaux acceptés, c'est-à-dire les risques normaux du marché et non pas ceux créés par une activité illégale.

200. L'acceptation des risques cependant peut être suivie d'un durcissement des conditions de la responsabilité. Par exemple, en matière d'activité sportive, la jurisprudence exige la preuve d'une faute caractérisée, la faute simple ne suffit pas pour engager la responsabilité de l'auteur de la faute⁴⁰⁸.

221. En matière financière, l'acceptation du risque financier normal ne se traduit pas seulement par un durcissement des conditions de la responsabilité, mais aussi par une

⁴⁰⁷ P. Jourdain, RTD. Civ. 1989, p. 86

⁴⁰⁸ Cass. Ass. plén. 29 juin 2007, n° 06-18141

limitation du montant de la responsabilité. S'agissant du durcissement des conditions de responsabilité, il faut mentionner la nature de l'obligation d'un prestataire qui gère un portefeuille pour le compte de tiers. Son obligation est de moyens puisque le résultat de la gestion est atteint d'un aléa⁴⁰⁹. En effet, le gestionnaire ne peut pas garantir une absence de perte et assurer la réalisation de bénéfices. En outre, même si on arrive à prouver sa faute, l'aléa boursier rend très difficile la preuve d'un manque à gagner certain. Il est difficile de connaître avec certitude l'évolution d'un cours ou d'un actif. Si par hypothèse l'investissement dans certains titres n'a pas permis de réaliser une plus-value, on ne peut pas savoir avec certitude si un autre type d'investissement serait plus bénéfique en se plaçant bien sûr au moment de la réalisation de l'investissement. La réalisation d'une plus-value sur les marchés financiers apparaît assez incertain.

222. A ce stade, la perte de chance peut prendre le relais car l'investisseur a seulement perdu une chance de réaliser une plus-value. Un gestionnaire ne pouvait pas savoir que les arbitrages effectués ne seraient pas bénéfiques, mais s'il a commis une faute, elle a privé l'investisseur de la chance de réaliser un gain. Comme on le sait la perte de chance est l'une des illustrations de l'intégration du hasard dans le champ juridique⁴¹⁰. Malgré la fluctuation incertaine des titres financiers, ce qui empêche de connaître l'issue d'une opération au moment de sa réalisation, on peut quand même indemniser la perte de chance à la place du manque à gagner.

- *L'interposition de la décision d'investissement et la chance d'éviter une perte*

223. L'application de la perte de chance permet de ne pas rechercher le comportement qu'aurait eu l'investisseur en l'absence de l'acte dommageable : s'il était bien informé, bien conseillé ou s'il n'était pas victime d'un délit de diffusion de fausses informations.

224. Il a été déjà examiné que dans certaines hypothèses l'acte dommageable est suivi de la décision d'investissement. L'intervention de la décision de la victime empêche d'établir, selon la jurisprudence actuelle, un lien de causalité direct entre l'acte dommageable et le préjudice final. D'ailleurs, il y a deux solutions possibles si on recherche le comportement exact de l'investisseur en l'absence de la faute : soit la victime aurait pris la même décision et dans ce

⁴⁰⁹ Cass. com., 12 juillet 1971, D. 1972, p. 153, note C. Galvada ; RTD Com., 1972, p. 144, obs. M. Cabrillac ; CA Paris, 7 avril 1999, Epoux Lévy c./ Société Louxor Capital Market, et autre, Bull. Joly Bourse et produits financiers, 1999, p. 464, note I. Riassetto ; V. M. Storck, Les sociétés de gestion de portefeuille, Jur. Class. Banque et crédit, fasc. 2210, n° 131 et suiv.

⁴¹⁰ C. Ruellan, op. cité, n°3

cas il n'y a pas lieu d'indemnisation, soit la victime aurait pris une décision plus conforme à ses intérêts et dans ce cas elle a le droit d'être indemnisée pour la totalité de son préjudice.

225. Néanmoins, une fois que la perte est constatée il serait difficile de savoir quel aurait été le comportement de la victime sans l'intervention de l'acte dommageable. Entre tout et rien, la jurisprudence a choisi une voie médiane. La difficulté de connaître le comportement de la victime a été surmontée par le recours à la perte de chance de réaliser un meilleur investissement. La jurisprudence ne cherche même pas qu'elle aurait été la décision de l'investisseur. Une fois qu'elle constate une faute qui fausse la décision de l'investisseur, la caractérisation du préjudice est automatique⁴¹¹. Les investisseurs ne sont pas obligés de prouver un lien de causalité entre l'acte dommageable et la perte. Cependant, ils ne peuvent non plus y procéder au cas où ils considèrent qu'il existe bien un lien causal.

226. En matière financière, l'acceptation du risque financier et l'intervention de la décision d'investissement semblent avoir contribué à la généralisation de la perte de chance. Certes, l'investisseur n'a pas besoin de prouver la perte de chance, mais son indemnisation est limitée - qui dit perte de chance dit indemnisation partielle du préjudice.

2. Moyen de surmonter les difficultés par rapport à l'exigence d'un préjudice personnel

227. L'investisseur qui investit dans des titres de sociétés cotées devient actionnaire de la société émettrice. Lorsque l'investisseur souhaite agir contre un dirigeant de la société, il doit démontrer un préjudice personnel, c'est-à-dire un préjudice distinct de celui subi par la société elle-même. Or, comme il l'a déjà examiné la dépréciation des titres d'une société n'est pas toujours considérée comme un préjudice personnel et distinct de celui subi par la société.

228. Néanmoins, lorsqu'il n'y a aucun appauvrissement du patrimoine social, les juges reconnaissent facilement le caractère personnel du préjudice de l'actionnaire⁴¹². La jurisprudence a déjà reconnu la possibilité d'indemniser le préjudice causé par la communication d'informations fausses et trompeuses dans l'arrêt *Sidel* et dans l'arrêt du 9 mars 2010. En outre, elle avait déjà admis le caractère personnel du préjudice lorsqu'il s'agissait de présentation de faux bilans. Le recours à la perte de chance permet de contourner

⁴¹¹ Pour une critique de ce système voir *infra*

⁴¹² Voir S. Schiller, L'actionnaire plus facilement indemnisé en cas de diffusion d'une information erronée, op.cité, n°12

complètement exige d'un préjudice personnel puisque les juges n'indemnisent pas la dépréciation de la valeur des titres, mais juste la perte de chance de prendre une décision plus avantageuse. Or, la prise d'une décision éclairée est bien personnelle à chaque investisseur.

3. Moyen de surmonter les difficultés par rapport à la recherche des différents chefs de préjudice

229. Le recours à la perte de chance permet de ne pas identifier tous les chefs de préjudices susceptibles de se produire. Le manque à gagner, la perte subie et même un préjudice moral peuvent recevoir une indemnisation globale sans que le juge soit contraint d'identifier les chefs de préjudices. Ainsi, l'application généralisée de la perte de chance permet-elle d'indemniser juste la perte de chance sans rechercher s'il y a une perte financière ou un manque à gagner.

4. Moyen de surmonter les difficultés par rapport à l'évaluation du préjudice

230. Nous avons déjà examiné l'évolution de la jurisprudence en matière de diffusion d'informations fausses et trompeuses. Pour certains, la jurisprudence actuelle qui ne fait pas de différence entre la situation des investisseurs qui conservent leurs titres acquis avant la diffusion de l'information et ceux qui cèdent à perte les titres acquis après la diffusion de l'information, présente de nombreux avantages⁴¹³. L'absence de distinction permet d'éviter la recherche de la personne qui a réellement subi un préjudice⁴¹⁴. En outre, cette jurisprudence permet une indemnisation globale et identique sans rechercher l'impact exact de l'information sur la décision de chaque investisseur. Il est possible d'objecter que le juge doit toujours justifier le préjudice qu'il indemnise. De même, la jurisprudence antérieure qui refusait tout simplement d'indemniser le préjudice de l'investisseur qui conservait ses titres, n'était pas moins pragmatique.

231. L'avantage principal du recours à la perte de chance est la possibilité pour les juges de fixer forfaitairement le préjudice subi. Ainsi, dans l'affaire *Sidel*, le préjudice a été calculé à une somme forfaitaire. La Tribunal a évalué la perte de chance à la hauteur de 10 euros par

⁴¹³ *Idem*, n° 17

⁴¹⁴ *Ibid.*

action. La même somme, par coïncidence peut-être, a été allouée dans l'affaire *Vivendi*⁴¹⁵. Sans surprise, en 2010 dans l'affaire *Gaudriot* les juges ont aussi fixé une somme forfaitaire pour les préjudices subis par les investisseurs.

232. Sans doute il est particulièrement difficile de calculer le préjudice financier parce qu'il faut reconstituer l'évolution qu'aurait connu un cours boursier si le comportement dommageable n'était pas survenu en tenant compte de tous les paramètres pouvant influencer le cours⁴¹⁶. Pourtant, une application orthodoxe de la théorie de perte de chance ne permet pas d'échapper à la difficulté liée à l'évaluation. La perte de chance étant un préjudice indépendant, mais dont le calcul dépend du préjudice final. Afin de calculer la chance, il faut donc connaître le préjudice total subi. Déjà, les auteurs jugent que le calcul des chances peut apparaître assez arbitraire. D'ailleurs, le calcul forfaitaire ne semble pas résulter d'une application de la notion de perte de chance, mais d'une volonté de simplification.

Nous allons voir que l'application de perte de chance n'est pas toujours justifiée. Ce qui nécessite de circonscrire son application.

§ 2. L'inadaptation du système au préjudice financier

233. La notion a été détournée afin de simplifier la réunion des conditions de la responsabilité et notamment le lien de causalité. Cette critique a été soulevée pour la première fois dans le domaine de la responsabilité médicale. Cependant, si dans cette matière le recours à la perte de chance était en faveur des victimes, tel n'est pas toujours le cas en matière financière.

La notion de la perte de chance a été non seulement détournée (A), mais son recours quasi systématique apparaît aussi très inadapté au préjudice financier (B).

A/ Une application détournée

234. L'application de la perte de chance en matière d'obligation d'information, de mise en garde, de conseil et de diffusion de fausses informations encourt deux critiques principales.

⁴¹⁵ TGI Paris, 21 janvier 2011, Bull. Joly sociétés, mars 2011 n° 3, p. 210, note J.-F. Barbiéri ; Bull. Joly Bourse, avril 2011, p. 236, note J. Lasserre-Capdeville, RSC 2012 p. 571, note F. Stasiak

⁴¹⁶ D. Martin, Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard, Mélanges AEDBF France VI, sous la dir. de A. Gourio, et J. Daigre, Revue Banque éd. 2013, p. 399, spéc. p. 416

D'une part on assimile l'acte volontaire et l'acte aléatoire (1) et d'autre part, on l'utilise afin de pallier l'incertitude sur l'existence du lien de causalité (2).

1. L'incompatibilité entre acte volontaire et acte aléatoire

235. Lorsque la victime prend une décision sans connaître une information, susceptible d'avoir une incidence sur sa décision, il faut rechercher si dûment informée elle aurait pris la même décision. Madame Vacarie considère que la chance existe lorsque l'événement escompté reste aléatoire pour la victime : la *chance* ne doit pas dépendre de la volonté de la victime⁴¹⁷. Selon Madame Vacarie la chance est un événement aléatoire qui ne peut pas dépendre d'un acte volontaire⁴¹⁸ : « *fonder la réparation de la perte de chance sur le caractère hypothétique de la décision qui aurait été prise par le demandeur revient à assimiler acte volontaire et événement aléatoire, alors que chance et volonté sont antinomiques* »⁴¹⁹. La chance doit échapper donc à la volonté de la victime sinon on assimile selon Madame Vacarie acte volontaire à l'acte aléatoire⁴²⁰.

236. A l'appui de ses propos, l'auteur cite un arrêt, déjà ancien de la Première chambre civile⁴²¹. Dans cet arrêt la Cour de cassation a jugé que « *la perte d'une chance ne peut dépendre que d'un événement futur et incertain dont la réalisation ne peut résulter de l'attitude de la victime* ». Dans cet arrêt, la chance est conçue comme un événement futur et incertain et ne doit pas dépendre de la volonté de la victime. En l'espèce, les héritiers d'un notaire n'ont pas pu bénéficier de l'assurance-vie contractée par le défunt parce qu'ils avaient été informés trop tard de l'absence de paiement de la dernière prime. La cour d'appel a indemnisé les héritiers à la hauteur de la seule perte de chance parce qu'il existait un doute sur leur capacité de régler la prime même dûment informés. La Cour de cassation a écarté l'application de la perte de chance, car en l'espèce, la réalisation de l'événement en cause dépendait de la volonté de la victime. Toute potestativité est donc bannie. La Cour de cassation décide que l'impossibilité ou la possibilité de paiement par les héritiers «... ne

⁴¹⁷ I. Vacarie, op. cité, p. 918

⁴¹⁸ I. Vacarie, La perte d'une chance, Rev. Rech. Jur., Droit prospectif 1987, p. 918

⁴¹⁹ *Idem*

⁴²⁰ Voir dans ce sens C. Grare-Didier, Pour une réforme du droit de la responsabilité civile, Dalloz 2011, Coll. Thèmes Et Commentaires : « *en cas de manquement du médecin à son obligation d'information, empêchant le patient de poser un choix éclairé, on ne peut parler d'interruption d'un processus à l'issue incertaine, car le choix qu'aurait fait le patient s'il avait été correctement informé n'aurait rien eu d'aléatoire, même si sa reconstruction par le juge peut s'avérer difficile. La notion de perte de chance ne saurait donc être mise en œuvre dans un tel cas...* »

⁴²¹ Cass. 1^{ère} civ. 2 octobre 1984, n° de pourvoi 83-14595, publié au bull.

pouvait que déterminer l'existence ou l'absence d'un lien de causalité entre la faute (..) et le préjudice allégué »⁴²². Suivant la logique de la Cour de cassation chaque fois que l'événement dépend de la volonté de la victime la perte de chance ne pas être appliquée et le juge doit apprécier le lien de causalité entre la faute et le préjudice. L'indemnisation de la victime dépendra de sa possibilité de prouver le lien de causalité entre la faute et son préjudice. Elle sera indemnisée en totalité si elle arrive à prouver le lien de causalité, dans le cas contraire elle ne sera pas indemnisée.

237. Cette solution est complètement abandonnée aujourd'hui. Le manquement aux obligations d'information et de mise en garde est devenu le domaine de prédilection de la perte de chance. Or, dans ces hypothèses il s'agit justement de reconnaître comme aléatoire le comportement de la victime. En outre, il existe une deuxième raison de considérer que l'application de la perte de chance dans ces hypothèses est détournée.

2. La perte de chance comme palliatif de l'existence du lien de causalité ou la distinction entre la « vraie » et la « fausse » perte de chance

238. L'application de la perte de chance afin de pallier l'incertitude sur l'existence du lien de causalité entre l'acte dommageable et le préjudice a été déjà dénoncée par plusieurs auteurs⁴²³. Le Professeur Chabas distingue même la « vraie » théorie de la perte de chance de la « fausse théorie »⁴²⁴. La *vraie théorie* correspond aux situations dans lesquelles une victime perd juste une chance de voir la réalisation d'un événement favorable à cause de la faute du responsable. Il existe un aléa quant à la réalisation de l'événement si la faute n'était pas commise. La perte de chance est évaluée à la hauteur de la chance de la victime d'obtenir le résultat escompté. Selon le Professeur Chabas, Il a une vraie déviation lorsque la perte de chance est appliquée dans des situations où il existe une incertitude sur le lien causal. Cette situation se retrouve dans le droit médical lorsque le préjudice final a une cause inconnue. L'hypothèse est la suivante : un patient subit un préjudice dont la cause est incertaine, mais le médecin sera quand même condamné à réparer la perte de chance de guérison du patient. La

⁴²² Même arrêt

⁴²³ F. Chabas, « La perte d'une chance en droit français », in Développement récent du droit de la responsabilité civile, Genève, 1991, p. 133 ; R. Savatier, Une faute peut-elle engendrer la responsabilité d'un dommage sans l'avoir causé ?, op. cité, p. 25, Fabre-Magnan, De l'obligation d'information dans les contrats, préf. J. Ghestin, LGDJ, 1992, n°609

⁴²⁴ F. Chabas, « La perte d'une chance en droit français, op. cité, p. 133

victime a bénéficié de la faveur de la jurisprudence car elle recevait une indemnisation partielle.

239. Madame Fabre-Magnan a critiqué aussi dans sa thèse, consacrée à l'obligation d'information, l'application de la perte de chance en matière de manquement à l'obligation précontractuelle d'information⁴²⁵. Selon l'auteur, l'incertitude sur la réaction de la victime révèle une incertitude sur le lien de causalité entre le préjudice et la faute. Selon Madame Fabre-Magnan il n'est pas possible de se servir de la perte de chance « *pour tenir compte du fait que si le créancier avait connu l'information il n'aurait peut-être pas agi différemment* ». La perte de chance, selon l'auteur, ne peut pas être utilisée pour pallier une incertitude sur l'existence du lien de causalité entre la réticence fautive et le dommage⁴²⁶. Cet auteur distingue dans l'hypothèse d'une perte de chance, deux liens de causalité⁴²⁷. Il y a un premier lien qui doit être déterminé avec certitude – celui entre la faute et la perte de chance. Or, il est certain que la victime qui n'est pas dûment informée, perd définitivement la possibilité de prendre une décision en connaissance de cause. En revanche, le lien de causalité entre la perte de chance et le préjudice finalement survenu « *se mesure précisément à l'aide de la probabilité de survenance de l'événement favorable* ». Cette probabilité permet seulement d'évaluer la perte de chance, plus elle sera grande, plus le montant de l'indemnisation sera élevé.

240. Nous pouvons ajouter qu'en matière financière le préjudice final est constitué le plus souvent par la dépréciation des titres acquis. *Ce préjudice ne peut être causé par une mauvaise information*. La perte est causée par la dépréciation. Or, l'omission d'une information ou l'absence de mise en garde n'ont pas d'impact sur le cours d'un titre. Cependant, la diffusion d'information concernant un émetteur dans les médias peut avoir un impact sur le cours du titre de l'émetteur. Tel n'est pas le cas du manquement à l'obligation d'information individuelle sur les caractéristiques d'un service et du manquement à l'obligation de mise en garde. Dans l'hypothèse d'une perte de chance il doit exister une incertitude quant à la survenance du préjudice final. Ce qui justifie une pondération du calcul en fonction de la chance de la victime. Pour cette raison selon certains, la perte de chance n'est pas un préjudice distinct du préjudice final mais un raccourci « *à la mesure du lien de*

⁴²⁵ Fabre-Magnan, thèse, n° 604 et s.

⁴²⁶ M. Fabre-Magnan, De l'obligation d'information dans les contrats, *op. cit.*, n° 609

⁴²⁷ *Id.* n° 608

causalité probable qui unit le fait générateur de responsabilité au préjudice final »⁴²⁸. En matière d'obligation d'information il est certain que la dépréciation des titres ne peut pas être causée par un manquement à l'obligation d'information ou de mise en garde.

241. On peut légitimement se poser la question de savoir si lorsque le fait dommageable n'est pas susceptible de causer le préjudice final on peut encore considérer qu'il s'agit d'une perte de chance. Dans la mesure où la perte de chance reste toujours dans la dépendance du préjudice final, chaque fois que la faute ne peut pas causer le préjudice final, la perte de chance apparaît comme purement hypothétique. En effet, dans cette hypothèse la chance ne peut pas être calculée par rapport au préjudice final.

242. Si on considère que le préjudice final n'est pas constitué par la perte financière, mais par la chance de l'éviter, il faudra alors évaluer « les chances » dont disposait la victime pour prendre une autre décision. Cependant, on retrouve une nouvelle fois la critique bien légitime, exprimée par Madame Vacarie consistant à dire que la chance ne doit pas dépendre de la volonté de la victime. Cependant, la voie de la jurisprudence est claire et il faut examiner les conséquences.

243. La difficulté principale liée à cette jurisprudence est de savoir comment évaluer la chance si le préjudice final est détaché de la perte financière. Malheureusement, dans ce cas le prix de la « chance » ne peut plus reposer sur aucune donnée scientifique ou du moins objective⁴²⁹. Comment évaluer si une personne donnée aurait agi différemment ?

244. En matière médicale, la doctrine a imaginé un autre type de préjudice né de l'atteinte à *un droit subjectif à l'information*⁴³⁰. M. Penneau a développé l'idée d'un préjudice d'« *impréparation* » consistant pour le patient à ne pas pouvoir se préparer à une issue défavorable dont il ignorait l'existence, alors même que ce patient aurait tout de même accepté le traitement ou l'opération s'il avait été convenablement informé⁴³¹. Une autre proposition doctrinale analyse le préjudice comme inhérent au droit violé⁴³². Les deux propositions traitent le préjudice né du manquement à une obligation d'information ou de mise en garde

⁴²⁸ J.Boré, L'indemnisation pour des chances perdues : une forme d'appréciation quantitative de la causalité d'un fait dommageable, JSP G 1970, I, 2620.

⁴²⁹ Pour des exemples jurisprudentiels, v. Roussille, op. cité, p. 19

⁴³⁰ J.-S. Borghetti, RDC 2008, p. 779

⁴³¹ M. Penneau, obs. sous CA Angers, 11 sept. 1998, D. 1999, jur., p. 50

⁴³² M. Bacache, Le défaut d'information sur les risques de l'intervention : quelles sanctions ? : D. 2008, p. 1908

comme un préjudice spécifique. Cette analyse a été d'abord rejetée par la Cour de cassation⁴³³.

245. La Première chambre civile de la Cour de cassation a finalement opéré en revirement un décidant que le manquement à l'obligation d'information par le médecin cause un préjudice que « *le juge ne peut pas laisser sans réparation* »⁴³⁴. Cet arrêt affirme que le manquement au devoir d'information entraîne nécessairement un préjudice qui doit être réparé⁴³⁵. L'arrêt ne précise pas la nature du préjudice : préjudice d'impréparation ou d'un préjudice inhérent au droit violé⁴³⁶. Cependant ce qui est certain c'est qu'il ne s'agit pas d'une perte de chance.

246. Le revirement soulève la question de sa transposition en d'autres matières et notamment en matière financière. Ce qui nous laisse douter c'est le visa qui sert de fondement de l'arrêt de revirement. C'est sous le visa des articles 16, 16-3 et 1382 du Code civil que la Cour de cassation a cassé l'arrêt de la cour d'appel qui avait écarté l'indemnisation d'une perte de chance considérant que même dûment informée la victime se serait soumise à l'opération vu l'absence d'alternative de traitement. La Cour de cassation a justifié l'indemnisation du fait du manquement par le respect de la dignité de la personne humaine⁴³⁷. La doctrine avait déjà suggéré l'identification d'un droit personnel attaché à l'atteinte à la personne⁴³⁸. La Cour de cassation n'a pas fondé sa décision sur le droit à l'information du patient, codifié à l'article L. 1111-2 du Code de la santé publique. Si l'obligation du médecin fait partie du droit au respect de la personne humaine, cette jurisprudence ne pourrait pas être étendue à d'autres domaines où il existe une obligation d'information⁴³⁹.

247. Dans cet arrêt la Cour de cassation reconnaît l'existence d'un dommage moral, mais il est difficile de dire si l'application de la perte de chance est totalement écartée. La cour d'appel avait exclu la perte de chance car elle avait constaté que même informée du risque, la victime aurait pris la même décision. Comme l'a très justement remarqué Madame le Professeur Viney « *l'arrêt ne précise pas si cette solution est subsidiaire par rapport à la*

⁴³³ Cass. civ. 1^{re}, 6 déc. 2007, pourvoi n° 06-19301, D. 2008, p. 192, note P. Sargos, RDC 2008, p. 769, obs. J.-S. Borghetti, Gaz. Pal. 8 oct. 2008, n° 282, p. 35, note A. Duballet ; RLDC 2008, n° 50, p. 19, note C. Corgas-Bernard ; RTD civ. 2008, p. 272, obs. J. Hauser et p. 303, obs. P. Jourdain

⁴³⁴ Cass. 1^{re} civ., 3 juin 2010, pourvoi n° 09-13591, D. 2010, p. 1522, note P. Sargos : JCP G 2010, 788, note S. Porchy-Simon

⁴³⁵ G. Viney, RDC 2013, n° 1, p. 111

⁴³⁶ En matière de protection de la vie privée, la jurisprudence indemnise la seule atteinte à la vie privée.

⁴³⁷ Les art. 16 et 16-3 du Code civil font parties du Chapitre II, Titre I, Livre I – « *Du respect du corps humain* »

⁴³⁸ S. Hocquet-Berg, Les sanctions du défaut d'information en matière médicale, Gaz. Pal. 1998, p. 1121

⁴³⁹ O. Deshayes, Quel est le préjudice réparable en cas de manquement à une obligation d'information, de mise en garde ou de conseil, RDC 2011 n° 2, p. 446

*perte de chance – qui resterait applicable dans le cas où il apparaîtrait que, dûment informé, le patient aurait refusé l'intervention – ou si, désormais, dans tous les cas de manquement au devoir d'information, le seul préjudice à réparer serait le préjudice moral d'impréparation »*⁴⁴⁰. La perte de chance peut très bien cohabiter avec la reconnaissance d'un droit subjectif ou avec un préjudice moral.

248. En matière financière, le manquement à l'obligation d'information ou de mise en garde pourrait donner lieu à un préjudice moral d'impréparation. On évitera ainsi le détournement de la théorie de perte de chance. On n'enlève pas cependant la difficulté de calcul du préjudice. Le calcul d'un préjudice moral pose aussi des problèmes d'évaluation. De même, il a été déjà observé que la reconnaissance d'un préjudice moral résultant de l'atteinte à ce droit subjectif *« se heurte toutefois à plusieurs obstacles, dont le caractère évanescent de ce droit et le risque que sa reconnaissance ne conduise qu'à l'allocation de dommages et intérêts symboliques »*⁴⁴¹.

249. Il ne faut pas oublier que la reconnaissance d'un droit subjectif à l'information conduit à une réparation en cas d'omission sans la possibilité pour le juge d'écarter l'indemnisation si aucun préjudice n'est subi. Cependant, l'indemnisation pourrait avoir pour objet ici de sanctionner un comportement jugé répréhensible⁴⁴².

250. Pour conclure on peut juste souligner que l'indemnisation d'un préjudice moral ou la reconnaissance d'un droit subjectif en matière de manquement à l'obligation d'information ou de mise en garde permettent d'éviter une application détournée de la perte de chance. L'application de la perte de chance n'est pas seulement détournée, elle apparaît en outre injuste et inadaptée à l'indemnisation du préjudice financier.

B/ Une application inadaptée au préjudice financier

251. L'application de la perte de chance devient complètement inadaptée dans deux cas de figure : en cas de diffusion d'informations fausses ou trompeuses et en cas de création d'un risque pour l'investisseur.

⁴⁴⁰ G.Viney, RDC 2013, n° 1, p. 111

⁴⁴¹ J.-S. Borghetti, RDC 2008, p. 779

⁴⁴² V. *infra* n°1113, n°1120

1. L'inadaptation de la perte de chance en matière de diffusion de fausses informations

252. L'indemnisation du préjudice subi du fait de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses est limitée à la perte de chance de mieux investir ou d'effectuer des arbitrages plus judicieux. On exclut l'indemnisation du préjudice financier final. La commodité de la perte de chance ne peut exclure une analyse logique de la situation des investisseurs pour voir que son application n'est pas adaptée en matière de diffusion d'informations fausses ou trompeuses. En cas de manquement à une obligation d'information ou de mise en garde, il serait possible d'invoquer l'impossibilité de connaître la décision de l'investisseur s'il était informé ou mis en garde. Dans l'hypothèse de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, il faut se poser la question de savoir si l'investisseur aurait agi de la même manière non pas s'il connaissait le caractère faux de l'information, ce qui est évident, mais si l'information n'était pas diffusée. Or, dans cette dernière situation, le cours du titre n'aurait pas connu de variations à la suite de la diffusion de l'information. Par conséquent, même si l'investisseur avait acquis les mêmes titres, le prix payé ne serait pas le même, car la diffusion a généralement un impact sur le cours.

253. En effet, la perte de chance se prête particulièrement mal à la diffusion d'informations fausses et trompeuses. La raison la plus importante tient au fait que la diffusion d'informations par l'émetteur peut avoir une incidence sur le cours des titres⁴⁴³. D'ailleurs, l'impact de l'information sur le cours du titre a été utilisé dans les décisions antérieures afin de caractériser le préjudice de l'investisseur qui avait acheté ses titres suite à la diffusion de l'information et ensuite pour évaluer son préjudice égal à la différence des cours au moment de l'achat et de la vente.

254. On peut constater que dans les décisions où les juges ont appliqué la perte de chance l'impact de l'information diffusée était caractérisé sans le prendre en compte pour autant. Dans l'affaire *Sidel*, les juges ont constaté que la diffusion de fausses informations positives dans la presse « a provoqué une hausse momentanée de l'action de 100 € à 115 € suivie d'une baisse en raison de l'annonce quelques jours plus tard, lors de l'assemblée générale du 22 décembre 1999, d'un résultat d'exploitation en recul ⁴⁴⁴ ». Plus récemment la Cour de cassation a relevé dans un arrêt du 6 mai 2014⁴⁴⁵ que « la société avait diffusé entre avril

⁴⁴³ V. L. Gaudemet, Réparation du préjudice boursier : l'hypothèse d'une politique jurisprudentielle, Bull. Joly Bourse, 1^{er} juillet 2014, n°7-08, p. 340

⁴⁴⁴ CA Paris 9e ch. sect. B, 17 oct. 2008, n° 06/09036, *Sidel*

⁴⁴⁵ Com. 6 mai 2014, n° de pourvoi: 13-17632 13-18473, Publié au bull.

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... ».

255. L'application de la perte de chance empêche justement de prendre en compte cette spécificité⁴⁴⁶. Lorsque l'investisseur achète un titre après la diffusion de l'information, il effectue son investissement à un prix qui ne correspond pas au prix réel. Il est inutile de se poser la question de savoir si l'investisseur aurait mieux investi son capital s'il connaissait l'information. Il est évident qu'une personne normalement raisonnable n'aurait pas acquis un titre surévalué.

2. L'inadaptation de la perte de chance en matière de création d'un risque pour l'investisseur

256. La perte de chance a pour objet de réparer un préjudice situé *en amont* du préjudice final⁴⁴⁷. Ce qui la caractérise c'est qu'au moment de la faute, la victime ne disposait que d'une chance dont la réalisation a été perdue définitivement après la commission de la faute. Cette situation doit être distinguée de celle dans laquelle la victime est exposée à un risque par la faute du responsable qui se réalise par la suite. C'est la doctrine, invitée par un arrêt de la Cour de cassation de 1983, qui distingue le préjudice de perte de chance de celui né de l'exposition à un risque⁴⁴⁸.

Avant de voir dans quelle hypothèse il sera possible d'appliquer la notion d'exposition à un risque, il faut étudier la notion elle-même et la distinction avec la perte de chance.

a) La notion d'exposition à un risque et la distinction avec la notion de perte de chance

257. La notion d'exposition à un risque a été appliquée pour la première fois dans un arrêt de la Première chambre civile de la Cour de cassation du 3 novembre 1983⁴⁴⁹. Dans cet arrêt une agence de voyage n'avait pas vérifié que l'hôtelier étranger disposait d'une assurance

⁴⁴⁶ L. Gaudemet, op. cité

⁴⁴⁷ Selon l'expression de L. Raschel *in* La délicate distinction de la perte de chance et du risque de dommage, JCP G 2010, n° 15, somm. 413

⁴⁴⁸ M.Fabre-Magnan, Essai d'une théorie de l'obligation d'information dans les contrats, Thèse Paris 1, 1991, p. 483 et s.

⁴⁴⁹ Cass. Civ. 1^{ère} 3 nov. 1983, n° de pourvoi 82-12729, Publié au bulletin

responsabilité et n'avait pas ainsi mis en mesure ses clients de souscrire des assurances individuelles afin de se couvrir contre le risque des dommages survenus à l'étranger. L'hôtel à l'étranger avait été détruit par un incendie. Les clients ont introduit une action contre l'agence de voyages et ils ont obtenu devant la cour d'appel la réparation de leurs préjudices. Dans son moyen devant la Cour de cassation, l'agence de voyage conteste le lien de causalité entre sa faute et le préjudice subi. La Cour de cassation a rejeté le pourvoi, elle a décidé que l'agence de voyage qui n'avait pas informé les voyageurs de l'absence d'assurance à l'étranger les a ainsi exposés à un risque et que : « *la négligence dans l'exécution de son devoir de conseil est en relation de causalité avec l'absence d'indemnisation de leurs dommages puisqu'elle ne les a pas mis en mesure de se prémunir en souscrivant eux-mêmes une assurance* ».

258. Dans cet arrêt la Cour de cassation a bien distingué les deux notions. Elle a précisé que ce n'est pas une perte de chance « *qui aurait existé lors de la négligence retenue, mais la réalisation du risque que ladite négligence avait fait courir aux clients de l'agence de voyage* ». Les deux notions se distinguent par le fait que la perte de chance est indemnisée partiellement, alors que l'exposition à un risque mérite une indemnisation totale en cas de réalisation du risque⁴⁵⁰. La décision de la Cour de cassation ne donne pas beaucoup de renseignements sur la notion d'exposition à un risque. Compte tenu que les deux préjudices sont réparés de manière différente, il faut savoir comment les distinguer.

259. Selon la doctrine, dans l'hypothèse de la perte de chance, l'événement est souhaité, alors que dans l'hypothèse d'un risque il est redouté⁴⁵¹. Ainsi le risque peut désigner « *la possibilité de réalisation d'un événement défavorable, là où la chance renvoie à la probabilité de survenance d'un événement heureux*⁴⁵² ». Plus précisément, la chance est préexistante à la faute⁴⁵³. Au moment où la faute intervient, la victime perd juste une chance qui existait déjà dans son patrimoine. Ce qui est relevé précisément dans la décision de la Cour de cassation - la chance « *aurait existé lors de la négligence retenue* ». Toute autre est la situation en cas de création d'un risque. Au moment de la faute, il n'existe dans le patrimoine de la victime ni un risque de perte ni une chance de gain. C'est la faute du responsable qui crée le risque et en cas de réalisation de celui-ci, la victime doit être indemnisée intégralement⁴⁵⁴.

⁴⁵⁰ Voir, M.Fabre-Magnan, Essai d'une théorie de l'obligation d'information dans les contrats, op. cité, p. 484

⁴⁵¹ L. Raschel, La délicate distinction de la perte de chance et du risque de dommage, op. cité

⁴⁵² Ph. Le Tourneau, Droit de la responsabilité et des contrats : Dalloz Action 2008/2009, n° 1418

⁴⁵³ M.Fabre-Magnan, op. cité, p. 483 et s.

⁴⁵⁴ Voir, M.Fabre-Magnan, Essai d'une théorie de l'obligation d'information dans les contrats, op. cité, p. 485 et s.

260. La distinction reste malaisée car la Cour de cassation a déjà appliqué la perte de chance dans une situation comparable à celle de l'arrêt de la Première Chambre civile de 1983. Dans un arrêt de 9 décembre 2010⁴⁵⁵, la Cour de cassation a jugé que les acheteurs de biens immobiliers qui n'ont pas été informés de la réalisation des travaux de rénovation sur le bien immobilier en l'absence d'assurance, ne perdaient qu'une chance d'être indemnisés. Si dans l'arrêt de 1983 le préjudice a été calculé en fonction de la totalité des pertes subies, dans cet arrêt de 2010 l'indemnisation a été limitée à la seule chance perdue. La Première Chambre civile a jugé qu'il s'agissait en l'espèce d'une perte de chance et a cassé l'arrêt de la cour d'appel qui avait alloué une indemnisation égale à la totalité des dégâts.

261. En analysant la situation des acheteurs et des clients de l'agence de voyage, on s'aperçoit qu'au moment de la faute (l'absence d'information et de conseil) il n'existait pas une chance dans leur patrimoine d'éviter le dommage. L'absence d'assurance les a exposés au risque de ne pas être indemnisés. Rien n'explique alors la différence de solutions. La Cour a énoncé que *«mieux informés, les acquéreurs auraient pu obtenir un avantage équivalent au coût des travaux de réparation»*. Au regard de la décision de 2010 et l'application quasi systématique de la perte de chance en matière d'obligation d'information, de mise en garde et de conseil, il serait possible d'appliquer la perte de chance à la situation des voyageurs sans assurance : l'absence d'information les a juste privés de la possibilité de souscrire une assurance.

262. La date de réalisation du dommage. Selon certains auteurs les deux notions peuvent se distinguer suivant le moment de la réalisation du dommage⁴⁵⁶. Madame Fabre-Magnan considère ainsi que *«lorsqu'il y a perte d'une chance, le dommage, c'est-à-dire précisément cette perte d'une possibilité de réaliser un gain – se réalise dès que la faute a été commise»*⁴⁵⁷. Le moment de la survenance du dommage en cas d'exposition d'un risque est en revanche différent. Logiquement le dommage est subi seulement si le risque se réalise. Le moment où le risque se réalise est par hypothèse postérieur au moment de la commission de la faute qui l'a engendré.

263. Cette différence de situations explique l'enchaînement des événements, mais ne permet pas une distinction entre les deux notions en pratique. D'ailleurs, il semble que la jurisprudence ne prend pas non plus en compte le moment de survenance du dommage

⁴⁵⁵ Cass. 1^{ère} civ. 9 décembre 2010, n° de pourvoi 09-69490, Publié au Bull. En l'espèce, après l'achat des biens surviennent divers désordres et les acheteurs n'étaient pas indemnisés du fait de l'absence d'assurance.

⁴⁵⁶ *Idem*

⁴⁵⁷ *Ibid.*

comme critère de distinction. Il suffit de prendre deux exemples : l'obligation d'information du médecin et celle du banquier. Le patient et l'emprunteur ne subissent pas un préjudice au moment du manquement à l'obligation d'information et pourtant c'est la notion de perte de chance qui est appliquée dans les deux situations. Le préjudice est subi au moment où le patient subit un préjudice corporel⁴⁵⁸ et l'emprunteur ne peut pas rembourser son prêt⁴⁵⁹. Enfin, il faut signaler que le manquement à l'obligation d'information du médecin n'a pas toujours donné lieu à une perte de chance. Dans un arrêt déjà ancien, la Cour de cassation a indemnisé intégralement le préjudice d'un patient qui « *constituait la réalisation du risque qui aurait dû être signalé, et alors enfin qu'ils ne relevaient l'existence d'aucune cause étrangère ayant concouru à cette réalisation, de sorte qu'il résultait [...] que le manque d'information avait été la cause exclusive du dommage*⁴⁶⁰ ».

264. Il faut constater qu'à heure actuelle, il est assez difficile de distinguer l'exposition à un risque de la perte de chance. Cette remarque est permise à partir de deux décisions assez contradictoires, car le manquement invoqué est le même – le manquement au devoir du conseil du notaire – mais les conséquences sont différentes pour les victimes. Dans l'une des décisions, les notaires avaient omis de conseiller à leurs clients d'insérer une clause résolutoire dans un contrat de vente, ce qui a empêché la restitution du bien vendu. Dans cette affaire la Première chambre civile a indemnisé intégralement les clients des notaires⁴⁶¹. Dans une seconde affaire, deux vendeurs ont invoqué aussi le manquement à l'obligation de conseil du notaire qui n'avait pas conseillé de prévoir une garantie, alors que l'acte de vente prévoyait un paiement échelonné. La Cour de cassation a approuvé l'arrêt d'appel qui a indemnisé juste la perte de chance « *de renoncer à la vente ou de vendre au comptant* »⁴⁶². Dans son pourvoi, le vendeur invoque le fait que l'inefficacité de l'acte dressé par le notaire l'a privé de la possibilité de recouvrer sa créance et qu'il s'agit dans ce cas d'un préjudice entièrement consommé. La Cour de cassation a rejeté le pourvoi en décidant que le préjudice né du manquement du notaire à son obligation d'information et de conseil constituait bien une perte de chance « *dès lors qu'il n'est pas certain que mieux informé, le créancier de l'obligation se serait trouvé dans une situation différente et plus avantageuse* ».

⁴⁵⁸ Cass. 8 janvier 1985, n° de pourvoi 83-14852, la prothèse s'avère inconvenablement scellée après la faute du médecin

⁴⁵⁹ Cass. Com. 20 octobre 2009, n° de pourvoi: 08-20274, Publié au bulletin

⁴⁶⁰ Cass. 1^{ère} civ. 11 février 1986, n° de pourvoi: 84-10845, Publié au bulletin

⁴⁶¹ Cass. 1^{ère} civ. 29 novembre 2005, n° de pourvoi 02-13550, Publié au Bull.

⁴⁶² Cass. 1^{ère} civ. 30 octobre 2013, n° de pourvoi 12-25763

265. Au vu de ces décisions assez contradictoires, la question qui se pose est de savoir non seulement comment distinguer les notions d'exposition à un risque et de perte de chance, mais aussi quelle place accorder à l'exposition à un risque en matière financière.

266. On peut essayer de trouver la clé dans les termes utilisés par la Cour de cassation lorsqu'elle accepte d'indemniser intégralement l'exposition à un risque. Dans l'arrêt de 1983, la Cour de cassation évoque le fait que la « *négligence dans l'exécution de son devoir de conseil est en relation de causalité avec l'absence d'indemnisation* » des voyageurs⁴⁶³. Par la suite, la Cour utilise une formule comparable. Dans l'un des arrêts, déjà cité, mettant en cause la responsabilité du notaire, la Cour de cassation précise qu'« *en l'absence d'une telle clause, le préjudice consécutif à la non-réintégration des biens vendus dans le patrimoine du vendeur était en rapport direct et certain de causalité avec la faute des notaires* ». De même, le manquement à l'obligation d'information qui a donné lieu à l'indemnisation de la totalité du préjudice était considéré comme « **la cause exclusive du dommage** »⁴⁶⁴.

267. Ce que l'on peut constater c'est que dans les décisions qui retiennent l'exposition à un risque la Cour relève l'existence d'un lien de causalité entre la faute et le préjudice. Cependant, il faut avouer que dans la plupart des cas on invoque les deux manquements sans les distinguer, ce qui donne lieu à l'application de la perte de chance.

268. La réalisation d'un risque doit être réservée selon nous à des situations où la création d'un risque par la faute du responsable est en relation directe avec le préjudice subi. L'absence d'incertitude sur l'existence du lien de causalité entre la création du risque et la réalisation du préjudice justifie d'allocation d'une indemnité intégrale. Finalement, l'exposition à un risque constitue une faute qui ne donnera lieu au paiement des dommages et intérêts qu'en cas de réalisation du risque.

Cette conclusion peut être confirmée par quelques arrêts de la Cour de cassation dans le domaine de la violation d'un *devoir de conseil*.

269. On peut donner l'exemple d'un arrêt de la Première Chambre civile du 26 mars 2006⁴⁶⁵. Dans cet arrêt une société a fait l'objet d'un redressement fiscal en raison du non-paiement de l'impôt sur les sociétés et des taxes assises sur les salaires. La société a recherché la responsabilité du commissaire aux comptes et de l'expert-comptable. Les deux ont été

⁴⁶³ Cass. 1^{ère} civ. 3 novembre 1983, déjà cité

⁴⁶⁴ Cass. 1^{ère} civ. 11 février, 1986, déjà cité

⁴⁶⁵ Cass. 1^{ère} 28 mars 2006, n° de pourvoi 04-16659

condamnés à indemniser le préjudice résultant du redressement fiscal, le premier pour ne pas avoir vérifié la conformité des charges fiscales figurant au bilan avec la législation en vigueur et le second parce qu'il était chargé de l'établissement des déclarations des taxes assises sur les salaires. Dans son pourvoi l'expert-comptable estime que l'établissement de fausses déclarations fiscales constitue un manquement à son devoir de conseil et que par conséquent le préjudice subi est une perte de chance, parce que dans tous les cas c'est la société qui procède à la déclaration fiscale elle-même. Le rejet du pourvoi a été motivé par le fait que la faute de l'expert-comptable « *ayant permis la réalisation du risque de redressement fiscal et ainsi contribué à la production de l'entier dommage, c'est à bon droit que la cour d'appel a retenu que ces fautes constituaient la cause directe du préjudice subi par la société Challenger, peu important à cet égard que certaines d'entre elles aient pu être commises dans l'accomplissement d'un devoir de conseil* ». En l'espèce, la Cour de cassation constate bien le lien de causalité direct entre la faute de l'expert-comptable et le préjudice né du redressement fiscal. Ainsi, le manquement au devoir de conseil n'introduit pas une incertitude dans l'existence d'un lien de causalité direct entre la faute et le préjudice. Dans cette situation le lien direct entre la faute et le préjudice n'est pas rompu du fait de la déclaration effectuée par la société. Il est normal que la société puisse se fier au conseil donné par son expert-comptable quant à la fiabilité de ses comptes.

270. Poursuivons notre examen avec un autre arrêt de la Première Chambre civile du 9 décembre 2010⁴⁶⁶ qui applique la notion d'exposition à un risque. Dans cet arrêt il s'agit encore d'un redressement fiscal. Un notaire a déguisé une donation en vente. Les héritiers ont fait l'objet d'un redressement fiscal et ils devaient payer non seulement l'impôt qui était dû mais aussi des intérêts de retard. La cour d'appel a indemnisé les héritiers pour une partie de leur préjudice. La Cour de cassation juge que la cour d'appel a fausement appliqué la notion de perte de chance alors que « *n'informant pas Mme X... des solutions fiscales régulières au regard de son intention libérale, dont il n'était pas contesté qu'elles existaient, le notaire, qui a concouru à la donation déguisée en méconnaissance des dispositions fiscales, a ainsi exposé les héritières de la donatrice au paiement du redressement et des intérêts de retard, lequel constitue un préjudice entièrement consommé* ». La Cour de cassation a motivé la censure par le fait que la faute du notaire, ayant conseillé l'accomplissement d'un acte fictif, cause directement le préjudice – le redressement fiscal. Il s'agit par conséquent d'un préjudice entièrement consommé ce qui justifie son indemnisation totale.

⁴⁶⁶ Cass. 1^{ère} civ., 9 décembre 2010, n° de pourvoi 09-16531

271. Dans une autre décision de 2014, la Cour de cassation a pris même solution⁴⁶⁷. En l'espèce, encore une fois il s'agit d'un redressement fiscal. Cette fois un notaire n'a pas informé son client de la vraie valeur d'un bien immobilier, telle que estimée par le service des domaines. Or, cette valeur avait une incidence sur le calcul de la plus-value imposable. Le notaire a été condamné à indemniser le contribuable, mais à la hauteur de 80% seulement du préjudice total. Selon la cour d'appel le contribuable a juste perdu une chance de déclarer une valeur en connaissance de cause. La valeur estimée par le service des domaines ne s'imposait pas au contribuable. Une fois de plus la Cour de cassation a décidé que la faute du notaire expose le contribuable à un risque de redressement : *« en n'informant pas les parties des conséquences fiscales de l'évaluation de l'immeuble et de l'estimation faite par le service des domaines, le notaire a exposé la SCI et ses associés au paiement d'un redressement et d'intérêts de retard, ainsi qu'à des frais d'actes supérieurs, ce qui constitue un préjudice entièrement consommé et égal à la différence entre les redressement et frais supportés et ce qui aurait été payé en retenant la valeur qui était admise par le service de l'Etat compétent pour procéder à l'évaluation »*.

272. Tous ces arrêts témoignent de la sévérité de la Cour de cassation envers les notaires. Le manquement à leur devoir de conseil est très lourdement sanctionné puisque le notaire doit indemniser la totalité du préjudice subi.

273. Toutefois, l'exposition à un risque n'est pas réservée à des situations où la faute d'un notaire a entraîné un redressement fiscal. La Troisième Chambre civile a jugé en 2009⁴⁶⁸ qu'un mauvais conseil en matière de conformité d'une installation électrique aux normes en vigueur entraîne directement le préjudice né d'un incendie. En l'espèce un incendie a détruit un abattoir. Le propriétaire a agi contre la société qui l'a conseillé sur la conformité de l'installation électrique. La société a été condamnée à réparer les conséquences dommageables de l'accident. Dans son pourvoi, la société invoque que *« la violation d'une obligation de conseil ou d'information d'un contrôleur en matière d'électricité ne peut être sanctionnée qu'au titre de la perte de chance d'échapper au risque »*. Plus précisément elle critique la décision de la cour d'appel qui n'a pas accepté l'argument selon lequel même bien conseillé le propriétaire n'aurait pas accompli les travaux nécessaires. Le demandeur au

⁴⁶⁷ Cass. 1^{ère} civ. 2 juillet 2014, n° de pourvoi 13-20441 En l'espèce, le bien a été acquis en crédit-bail par une société et loué avec une possibilité de levée d'option anticipée. Lors de l'acquisition du bien la valeur qui était déclarée prenait en compte une valeur qui avait juste pour but de déterminer l'assiette de la rémunération du conservateur des hypothèques. La valeur estimée par le service des domaines était inférieure.

⁴⁶⁸ Cass. 3^{ème} civ., 1^{er} juillet 2009, n° de pourvoi 08-13297

pourvoi a essayé d'introduire une incertitude concernant l'attitude de la victime. Cet argument n'a pas été accueilli par la Cour de cassation. Elle a décidé que les fautes commises par la société dans l'exécution de sa mission contractuelle – la vérification des installations électriques⁴⁶⁹ - ont dépourvu le propriétaire de toute protection et ont causé l'entier dommage résultant de l'incendie.

274. La violation d'un devoir de conseil. Il est possible d'interpréter ces décisions dans le sens où l'exposition à un risque doit être retenue en cas de violation d'un *devoir de conseil*. Dans cette hypothèse le professionnel délivrant un conseil ne peut pas invoquer le fait que son client n'était pas obligé de suivre son conseil et que l'on ne peut pas connaître le comportement si elle était mieux conseillée. Sinon, le devoir de conseil sera vidé de sa substance.

275. On remarquera que l'obligation de conseil se distingue des obligations d'information et de mise en garde. La mise en garde et l'obligation d'information ont pour but de prévenir la victime de l'existence d'un risque et lui permettre de prendre une décision en pleine connaissance de cause. Cependant, le manquement à ces obligations ne peut pas causer la réalisation du préjudice⁴⁷⁰. Alors que le conseil a pour objet d'orienter le choix de son destinataire et il doit être adapté à sa situation personnelle. Un mauvais conseil peut exposer directement la victime à un préjudice. C'est la raison pour laquelle l'obligation de conseil a donné lieu à l'application de la notion d'exposition à un risque car il est possible d'établir un lien direct entre la faute (l'exposition à un risque par un mauvais conseil) et le préjudice (la réalisation du risque). En effet, le mauvais conseil a un rapport direct avec le siège du dommage. En outre, il faut remarquer une autre particularité. Même si la décision d'investissement s'interpose entre la faute et le préjudice, celle-ci intervient en raison du conseil. Dans les hypothèses d'obligation d'information et de mise en garde la victime est libre d'apprécier les conséquences de sa décision en évaluant l'information donnée. Elle peut décider de courir ou non le risque donné. Au contraire, en cas de fourniture d'un conseil, il est normal de suivre le conseil fourni par un professionnel.

⁴⁶⁹ Elle n'a pas décelé ou dénoncé l'absence de conformité aux règles de sécurité et l'absence de réalisation des travaux indispensables à la mise en conformité du régime du neutre dans l'abattoir.

⁴⁷⁰ Il faut réserver la situation où l'omission d'information ou de mise en garde sur un risque important présente un tel caractère que si la victime était informée elle aurait refusé de prendre la décision qui s'est révélée préjudiciable par la suite. V. *infra* n°541, n°552

276. En définitive, l'application de la notion d'exposition à un risque peut être appliquée lorsque le lien de causalité entre la faute et le préjudice ne fait pas de doute. Si on prend l'exemple du redressement fiscal, il est évident que le mauvais conseil entraîne le redressement fiscal.

b) Application de la notion d'exposition à un risque en matière financière

277. L'exposition à un risque peut trouver à s'appliquer dans deux situations : en cas d'un mauvais conseil en investissement et en cas d'une gestion de portefeuille inadaptée à la situation personnelle du client. Dans ces deux hypothèses la faute est susceptible d'exposer directement l'investisseur à un risque de perte et on peut établir un lien causal entre la faute et le préjudice.

- Mauvais conseil en investissement

278. Le conseil en investissement peut exposer l'investisseur à un risque si le professionnel conseille un produit financier qui n'est pas adapté à la situation personnelle du client. Par exemple, l'investisseur est mal conseillé et il prend un risque trop grand par rapport à ses ressources ou il réalise un montage financier qui est voué à l'échec dès sa conception. En effet, l'absence d'adaptation du produit financier à la situation personnelle du client expose l'investisseur à un risque de perte. De même, la mauvaise conception d'un montage financier, expose l'investisseur au même risque. Pour que l'exposition au risque soit indemnisée il faut constater la réalisation concrète du risque. En l'absence de perte subie, l'investisseur ne devra pas être indemnisé du fait du mauvais conseil. De même, le risque d'échec du montage financier ne mérite pas une indemnisation si le risque ne se réalise pas réellement.

279. L'indemnisation intégrale en cas de mauvais conseil est justifiée par l'existence d'un lien causal entre la faute et le préjudice. D'abord, il n'a pas d'incertitude par rapport à la décision qui aurait été prise par la victime mal conseillée. On ne peut pas lui reprocher d'avoir suivi le conseil donné par un professionnel. Pour cette raison, la jurisprudence actuelle, qui assimile les préjudices causés par un manquement à l'obligation d'information et de mise en garde à ceux causés par un mauvais de conseil, n'est pas justifiée.

280. Par conséquent, l'application de la perte de chance en matière de conseil aboutit à une limitation de l'indemnisation totalement injustifiée. La critique est légitime d'autant plus

qu'en matière médicale la jurisprudence examine les différents types de fautes et les préjudices qui en résultent. Lorsque le médecin commet une erreur de diagnostic qui cause un préjudice au patient, celui-ci a le droit à une indemnisation intégrale de son préjudice⁴⁷¹. Dans cette situation la jurisprudence examine s'il existe un lien de causalité entre la faute et le préjudice⁴⁷². Si le dommage résulte d'un aléa thérapeutique le patient peut être indemnisé si le médecin ne l'a pas informé sur l'existence du risque. C'est à ce moment que la perte de chance trouve à s'appliquer.

281. On peut constater que cette subtilité ne se rencontre pas en matière financière. Or, un mauvais conseil financier est comparable à un mauvais diagnostic médical même si bien évidemment le préjudice corporel peut être considéré comme « supérieur »⁴⁷³ au préjudice patrimonial. Toutefois, sous l'angle de la causalité, un traitement ou un conseil inadapté à la situation personnelle de la victime l'expose directement au préjudice subi en cas de réalisation du risque.

- Gestion de portefeuille inadaptée

282. La deuxième situation dans laquelle il est possible d'appliquer la notion d'exposition à un risque est celle où la perte résulte d'une mauvaise gestion. Les prestataires de services d'investissement doivent agir d'une manière honnête, loyale et professionnelle⁴⁷⁴. Ils ne peuvent pas normalement s'obliger à un résultat déterminé et la présence d'une perte n'engage pas automatiquement leur responsabilité. Il faut d'abord prouver une faute dans la gestion sachant que leur obligation n'est pas de résultat, mais de moyens. Lorsque la faute est prouvée, il faut voir si cette faute a exposé l'investisseur à un risque⁴⁷⁵. Prenons l'exemple d'une faute consistant dans l'absence de diversification d'un portefeuille de titres. La diversification a pour objet de limiter le risque de perte. Ne pas investir une somme considérable dans un seul permet de limiter le risque de perte liée à la baisse de la valeur du

⁴⁷¹ Cass. 1^{ère}, 16 juin 1998, n° 97-18481 97-18509 97-19131, Publié au Bull. ; Cass. 1^{ère} civ. 13 nov. 2008, n° 07-18008, Non publié au Bull. ; Crim. 11 septembre 2001, n° 01-80563, Non publié au bulletin

⁴⁷² Voir Cass. 1^{ère}, 16 juin 1998, déjà cité : « les fautes commises par les deux praticiens, a pu déduire de cet ensemble de circonstances que ces fautes étaient la cause certaine et directe de l'entier préjudice subi »

⁴⁷³ Cette « suprématie » peut se déduire de quelques règles, comme par exemple, l'exclusion de clauses limitatives ou exclusives de responsabilité en cas de préjudice corporel. Cette règle est inscrite à l'article 1281 de l'avant-projet de réforme. La réforme prévoit aussi l'effet exonératoire de la faute de la victime uniquement en cas de faute lourde (art. 1254) et l'application des règles de la responsabilité délictuelle même si le préjudice corporel résulte de l'inexécution d'une obligation contractuelle (art. 1233).

⁴⁷⁴ Art. L. 533-1 du CMF

⁴⁷⁵ Ce qui va constituer le dommage comme on va le voir.

titre. Lorsque le gestionnaire ne diversifie pas le portefeuille titres, il expose l'investisseur à un risque de perte. La réalisation de ce risque, c'est-à-dire la perte financière doit être indemnisée en totalité. Il n'y a aucun doute que c'est l'absence de diversification qui a contribué à la perte. Il ne serait pas justifié d'indemniser une partie seulement de la perte en appliquant la perte de chance. La perte de chance peut être appliquée dans cette hypothèse afin d'indemniser la perte de chance de réaliser un gain.

283. L'idée d'exposition à un risque déjà appliquée en matière financière. La notion d'exposition à un risque n'est pas totalement absente du contentieux financier. Deux arrêts de la Cour de cassation montrent que l'existence d'un préjudice certain et direct a déjà été reconnue. Cependant, ces arrêts n'ont pas fait l'objet d'une publication et il ne s'agit pas d'arrêts de principe. La Chambre commerciale a approuvé une décision d'appel ayant indemnisé intégralement un souscripteur de parts de fonds commun de placement⁴⁷⁶. Il ne ressort pas très clairement de l'arrêt si la faute du professionnel consistait en un manquement à l'obligation d'information ou de conseil. Le souscripteur agit en tout cas sur le fondement de l'inobservation de ces deux obligations. La cour d'appel a accepté d'indemniser la totalité des pertes subies. Le commercialisateur invoque de manière classique la limitation du préjudice à la seule perte de chance, mais son pourvoi a été rejeté par la Cour de cassation. La Cour a relevé le fait que le commercialisateur n'établissait pas la preuve que l'investisseur était informé des risques et que le produit financier proposé était adapté à la composition de son patrimoine. Assez curieusement, surtout au regard de la jurisprudence constante, l'arrêt retient que « *le manquement de la caisse à son obligation d'information et de conseil relatif au caractère risqué de ce placement était **directement à l'origine du préjudice subi** par son client* ». A notre avis, cette décision est justifiée si le conseil en investissement n'a pas été adapté à la situation personnelle du client.

284. Dans une autre situation la Cour de cassation a aussi approuvé l'indemnisation intégrale de l'investisseur⁴⁷⁷. En l'espèce, un prestataire qui n'était pas agréé et exerçait illégalement la profession de gestionnaire de portefeuille a été condamné à indemniser la totalité des pertes subies par ses clients. Dans son pourvoi le gestionnaire invoque le fait que les pertes sont la conséquence directe des aléas du marché financier et n'ont pas de lien direct avec l'absence d'agrément. La Cour de cassation a énoncé que l'absence d'agrément a privé les victimes

⁴⁷⁶ Com. 7 avril 2009, n° de pourvoi: 08-14822, Non publié au bulletin

⁴⁷⁷ Crim. 20 juin 2007, n° de pourvoi: 06-87470, Non publié au bulletin, J-H. Robert, La veuve de Carpentras a encore été dépouillée, Dr. Pénal nov. 2007, n° 11, comm. 140

« des garanties afférentes à l'agrément en matière d'information, de conseil, de compétence et de moralité des intervenants ». Sans autres précision, cette faute a été considérée comme la cause des pertes subies. Un autre arrêt datant de 2005 a indemnisé dans les mêmes circonstances les pertes financières des clients sans préciser le lien causal entre l'absence d'agrément et les pertes⁴⁷⁸. La justification de l'arrêt précédent est mieux élaborée⁴⁷⁹, mais n'explique pas le lien direct entre la faute et le préjudice final. Il serait possible de trouver la justification dans l'idée d'exposition à un risque. L'absence d'agrément a entraîné selon la Cour de cassation l'absence des garanties qui y sont afférentes.

285. En définitive, en dehors de quelques situations exceptionnelles, la perte de chance est appliquée de manière généralisée en matière financière. Nous avons examiné les hypothèses où son application n'est pas justifiée. Cependant, elle ne doit pas être totalement écartée en matière financière. Elle garde toute sa place, mais son domaine doit être bien circonscrit.

c) Le domaine de la perte de chance en matière financière

286. L'application de la perte de chance garde son intérêt dans au moins deux situations : en cas de manque d'une opportunité à cause de l'acte dommageable et en cas de manque de précaution par le responsable.

- *Le manque d'opportunité*

287. Le manque d'opportunité correspond à la situation dans laquelle l'investisseur n'a pas pu réaliser un gain qui pourrait résulter d'un autre investissement. La perte d'opportunité mérite tout comme la perte subie une indemnisation. Cependant, la présence de l'aléa boursier peut rendre l'établissement de la certitude de ce préjudice assez difficile. Cependant, on peut prouver que la faute a privé l'investisseur de l'opportunité de réaliser un gain.

288. De même, l'investisseur qui a confié la gestion de son portefeuille à un gestionnaire professionnel et qui invoque un manque de performance doit prouver que les choix d'arbitrage opérés par le gestionnaire l'ont privé de la possibilité de réaliser une plus-value. Le manque à gagner ne sera pas très facile à justifier sauf si une expertise montre qu'à coup sûr il était possible de réaliser des gains. Pour évaluer ces dommages-intérêts la Cour d'appel

⁴⁷⁸ Crim. 20 avril 2005, n° 04-87038, J-H. Robert, Le renard couilissier et penaud, Dr. Pénal Juillet 2005, n° 7, comm. 108

⁴⁷⁹ Crim. 20 juin 2007, déjà cité, voir J-H. Robert, La veuve de Carpentras a encore été dépouillée, déjà cité

de Paris a jugé que la comparaison avec les performances d'autres portefeuilles ou avec des simulations peut donner des indications sur les conséquences des fautes commises, mais ne constitue pas à elle seule une méthode d'évaluation du préjudice⁴⁸⁰. Le plus souvent, à notre avis, l'investisseur sera indemnisé à la hauteur de la perte de chance de réaliser un gain.

289. Toutefois, dans des circonstances bien particulières il est possible de reconnaître un manque à gagner. L'affaire *Flammarion* nous donne un très bon exemple. En l'espèce, la société a annoncé des informations pessimistes sur les résultats financiers sans mentionner l'accord de cession dont la négociation était déjà très avancée. Les investisseurs qui avaient cédé leurs titres après l'annonce de l'information ont été indemnisés pour leur perte de chance de céder au prix fixé dans l'accord. Ils n'étaient pas indemnisés intégralement puisqu'au moment de la cession l'accord n'était pas encore signé. Cependant, l'imminence de la signature a justifié une indemnisation proche de la totalité du manque d'opportunité.

290. Selon un auteur, le manque à gagner est le terrain de prédilection de la perte de chance. Selon M. Clerc, en cas de diffusion d'informations fausses, la perte de chance doit s'appliquer uniquement lorsqu'un actionnaire a perdu la chance de vendre plus cher. En revanche, en cas de perte subie il faut indemniser la totalité du préjudice⁴⁸¹.

- *Le manque de précaution fautif*

291. Le manque de précaution fautif a été appliqué par la Cour de cassation en matière médicale lorsque le médecin manque d'effectuer une manipulation qui aurait eu un effet favorable sur l'état du patient⁴⁸². Lorsqu'il est impossible d'établir avec certitude le lien direct entre cette faute et le préjudice du patient, mais on n'exclut pas non plus qu'une mesure, qui a été omise, aurait amélioré l'état de santé, ce manque de précaution justifie une indemnisation au titre de la perte de chance.

292. Il est possible de transposer la même solution en matière financière lorsqu'un prestataire manque à ses obligations de précaution. La réglementation financière impose des obligations de précaution à plusieurs niveaux. En premier lieu on peut évoquer la réglementation en matière de gestion des risques au sein des établissements financiers et les sociétés de gestion.

⁴⁸⁰ CA Paris, 15^e ch. B, 11 mai 2006, n° 0/23608, SA Crédit Lyonnais, c/ Sté SCIA

⁴⁸¹ C. Clerc, La réparation du préjudice subi par un actionnaire du fait de la diffusion de fausses informations, RTDF 2007, n° 1, p. 36

⁴⁸² Cass. 1^{ère} civ. 22 mars 2012, n° de pourvoi: 11-10935 11-11237, Publié au bulletin

Ils doivent prévoir l'établissement et la mise en œuvre d'une politique de gestion des risques⁴⁸³. Cette politique doit déterminer les risques auxquels le prestataire est exposé ou susceptible d'être exposé⁴⁸⁴ et il déterminer les procédures d'évaluation de l'exposition aux risques déterminés.

293. En deuxième lieu, les prestataires doivent mettre en places des procédures de prévention des conflits d'intérêts⁴⁸⁵. Le Règlement général de l'AMF prévoit que les prestataires doivent établir et maintenir opérationnelle une politique efficace de gestion des conflits d'intérêts⁴⁸⁶.

294. Une mauvaise gestion des risques et des conflits d'intérêts peut avoir des répercussions sur les investisseurs. Cependant, le lien entre la violation de la réglementation et le préjudice financier ne sera pas toujours évident. En l'absence d'un lien de causalité entre le manquement et le préjudice financier, la victime peut-elle obtenir une indemnisation à la hauteur de la chance perdue ? A notre avis l'application de la perte de chance est justifiée parce qu'on se trouve dans une situation où la faute peut contribuer à « *la disparition d'une éventualité favorable*⁴⁸⁷ ».

295. De même, le manquement d'un dépositaire à ses fonctions de contrôle peut donner lieu à l'indemnisation d'une perte de chance. Le dépositaire d'un OPCVM a plusieurs fonctions et notamment celle de s'assurer que les produits de l'OPCVM reçoivent une affectation conforme aux dispositions législatives ou réglementaires applicables et au prospectus de l'OPCVM⁴⁸⁸. En outre, le dépositaire doit s'assurer que la vente, l'émission, le rachat, le remboursement et l'annulation des parts ou actions effectués par l'OPCVM ou pour son compte, sont conformes aux dispositions législatives ou réglementaires applicables et au prospectus de l'OPCVM⁴⁸⁹. Le Règlement général de l'AMF précise que le cahier des charges qui doit être établi par le dépositaire doit décrire les procédures au moyen desquelles le dépositaire peut s'informer de la manière dont l'« OPCVM » mène ses activités⁴⁹⁰.

⁴⁸³ Art. L. 533-2-2 du CMF, 313-53-5 et s. du RG AMG

⁴⁸⁴ Aux termes de l'art. L. 533-2-2 al.2 il s'agit du risque de crédit et de contrepartie, y compris le risque résiduel, le risque de concentration lié aux expositions sur des contreparties, le risque généré par les opérations de titrisation, les risques de marché, les risques de variation des taux d'intérêt, le risque opérationnel, le risque de liquidité et le risque de levier excessif.

⁴⁸⁵ Art. L533-10, 3° du CMF

⁴⁸⁶ Art. 313-20 du RG AMF

⁴⁸⁷ V. *supra* – la définition de la perte de chance n°187

⁴⁸⁸ Art. 214-10, III, 5° du CMF,

⁴⁸⁹ Art. L. 214-10, III, 1° du CMF

⁴⁹⁰ Art. 323-11, 5° du RG AMF

296. L'absence de contrôle du dépositaire n'aurait pas normalement pour conséquence d'entraîner directement une perte financière. L'absence de contrôle du dépositaire peut s'analyser comme un manque de précaution fautif donnant lieu à la perte de la chance d'éviter ce préjudice⁴⁹¹. Sous réserve d'une complicité, qui peut justifier une condamnation *in solidum* pour la totalité de la perte subie, le dépositaire doit indemniser seulement la perte de chance de l'investisseur.

⁴⁹¹ V. CA d'Orléans, 21 Septembre 2006, n° 05/02699, Numéro JurisData : 2006-313136 qui a condamné *in solidum* le dépositaire pour réparer un préjudice de perte de chance.

Conclusion du Chapitre

297. Au terme de nos développements dans ce chapitre, il faut affirmer que le préjudice financier, défini comme celui résultant de la variation de la valeur d'un actif ou la variation du cours d'un titre financier, se prête difficilement aux exigences d'un préjudice réparable en droit commun. Plus particulièrement, dans certaines hypothèses que nous avons examinées, cette variation ne permet pas de justifier le caractère certain du préjudice. En ce qui concerne le lien de causalité entre la faute et le préjudice, son établissement est quasi impossible lorsque la décision d'investissement s'interpose entre la faute et le préjudice subi. Dans ce cas, on est confronté à la question de savoir quelle aurait été la décision de l'investisseur si la faute n'était pas commise. Enfin, il faut ajouter une ultime difficulté non négligeable. Nous avons montré que la faute n'est pas toujours susceptible de causer le préjudice né de la variation du cours ou de la valeur. Tel est notamment le cas en matière d'obligations d'information et de mise garde.

298. Toutes ces difficultés ont été surmontées par la jurisprudence par le recours à la notion de perte de chance. Cette application conduit nécessairement à une limitation de la réparation du préjudice subi par l'investisseur. Pour notre part, la commodité du système actuel se heurte à l'inadaptation de la perte de chance au préjudice financier. De ce point de vue, son application ne doit pas être généralisée et son domaine doit être limité aux manques d'opportunité et de précaution.

Chapitre II

Possibilité d'identification par la distinction entre le dommage et le préjudice

299. Le préjudice le plus souvent invoqué est la perte financière causée par la baisse de la valeur d'un instrument financier acquis par un investisseur. On va constater que ce préjudice est le résultat de l'aboutissement d'un processus. La prise en compte de tous les événements intervenants dans ce processus dommageable est facilitée par la distinction entre le dommage et le préjudice. En effet, la caractérisation du *préjudice financier* ne peut pas se faire de manière isolée, mais en tant que résultat d'un processus dommageable dont plusieurs éléments interviennent dans sa réalisation. L'identification du préjudice est sensiblement facilitée en prenant en compte tous les événements qui le précèdent. En outre, dans certaines hypothèses, c'est la seule manière d'établir un préjudice financier certain et direct réparable. La caractérisation du préjudice financier nécessite de distinguer le préjudice du dommage afin de pouvoir caractériser les différents types de préjudices suivant l'origine du dommage.

Nous adoptons le plan suivant :

Section 1 L'intérêt de l'identification du siège du dommage en matière financière

Section 2 La caractérisation du préjudice suivant l'origine du dommage.

Section 1 L'intérêt de l'identification du siège du dommage en matière financière

300. La distinction entre le dommage et le préjudice présente selon nous un intérêt certain en matière financière. Elle permet notamment de prendre en compte toutes les spécificités du contexte financier. Avant d'examiner l'intérêt de la distinction, il faut examiner au préalable la distinction elle-même.

§1. Présentation de la distinction

301. Nous avons déjà évoqué le fait que plusieurs événements interviennent dans le processus dommageable. Parmi eux il faut déterminer le dommage et le préjudice. À cet effet, après une

présentation de la distinction dommage/préjudice, il est important de préciser quel peut être le siège du dommage en matière financière.

A/Precision et définition des notions de dommage et de préjudice

302. La nécessité de distinguer le dommage du préjudice ne fait pas l'unanimité. Toutefois, la distinction est insérée dans l'avant-projet de réforme du droit de la responsabilité. L'article 1235 prévoit que le préjudice réparable est celui résultant d'un dommage. Il est donc nécessaire avant de présenter la distinction elle-même (2) de consacrer quelques développements à l'origine de la distinction et à sa réception par la doctrine (1).

1. Origine et débat sur l'existence de la distinction entre le dommage et le préjudice

La distinction est ancienne, mais les termes de dommage et de préjudice sont souvent utilisés comme des synonymes. Cependant, la doctrine récente tend à distinguer les deux notions.

a) Origine de la distinction

303. L'origine de la distinction a été découverte en droit romain. Mme Roussel observe dans sa thèse, consacrée à la distinction entre le dommage et le préjudice en droit civil, que cette distinction n'existait pas en droit romain à l'époque où la réparation ne prenait pas en compte d'éléments personnels⁴⁹², car avant la loi Aquilia, l'indemnité versée à la victime présentait une peine fixe⁴⁹³. L'indemnisation était fixée de manière abstraite et objective et la situation personnelle de la victime restait sans influence directe sur le montant de la réparation due⁴⁹⁴. La réparation des atteintes matérielles ne prenait en compte que la valeur du bien endommagé⁴⁹⁵. C'est à partir de la loi Aquilia, que la mesure de la réparation devenait plus personnelle et individuelle⁴⁹⁶. La doctrine de l'époque classique a dégagé le concept de « *id*

⁴⁹² S. Roussel, Recherches sur la distinction du dommage et du préjudice en droit civil français, Thèse Grenoble, 1994, p. 4 citant A. E. Giffard et R. Villers, Droit romain et ancien droit français, 4^{ème} éd., 1976, p. 249

⁴⁹³ *Id.*

⁴⁹⁴ *Ibid.*

⁴⁹⁵ *Ibid.*

⁴⁹⁶ L'action issue de cette loi Aquilia (*actio legis aquiliae*) prenait une forme plus réparatrice, v. J. Lévy, Histoire des obligations, Les cours de droit, p. 205 et s.

quod interest » qui représentait « l'intérêt du demandeur à ce que l'acte délictueux n'ait pas eu lieu »⁴⁹⁷. Ce concept a progressivement remplacé l'indemnisation objective ou *le quanti ea res est* (la valeur du bien détruit ou endommagé⁴⁹⁸). Pour illustrer cette évolution on cite l'exemple de l'esclave qui est tué avant d'accepter un héritage⁴⁹⁹. Sous l'ancien système l'indemnité serait égale seulement à la valeur du serviteur. La prise en compte de l'*interest* permettait de verser au maître une indemnisation qui couvrait non seulement la valeur de l'esclave, mais aussi le montant de l'hérédité perdue⁵⁰⁰. À l'époque d'Ulpien, le droit romain distinguait le *damnum* (le dommage) et ses conséquences. À cette époque la victime pouvait être indemnisée de la perte effective, mais également de l'ensemble des conséquences provoquées par la faute⁵⁰¹.

b) Découverte de la distinction par la doctrine contemporaine et ses applications

304. Malgré la reconnaissance de la distinction par une doctrine autorisée, l'acceptation de la distinction n'est pas unanime et il y a beaucoup d'auteurs qui nient l'existence d'une distinction bien nette entre le dommage et le préjudice.

305. MM. Henri et Léon Mazeaud dans leur *Traité théorique et pratique de la responsabilité civile délictuelle et contractuelle*⁵⁰² évoquent le fait qu'à l'origine les termes dommage et préjudice n'avaient pas le même sens : « le “*damnum*” de la loi *Aquilia* désignait l'atteinte à l'intégrité d'une chose [...] sanctionnée sans qu'on recherche si elle causait ou non un préjudice au propriétaire⁵⁰³ ». D'après René Rodière, le mot « préjudice » a été faussement assimilé au dommage alors que les juriconsultes romains ne l'utilisaient pas dans le sens de

⁴⁹⁷ P. Ourliac et J. de Malafosse, *Droit romain et ancien droit. Les obligations*. Paris, Presses universitaires de France. (collection Thémis), p. 392

⁴⁹⁸ V. A. Berger, *Encyclopedic Dictionary of Roman Law*, Volume 43, p. 664

⁴⁹⁹ S. Roussel, op. cité ; A. Giffard et R. Villers, *Droit romain et ancien droit français : les obligations*, 4e éd., Paris, 1976, p. 256

⁵⁰⁰ *Id.*

⁵⁰¹ S. Roussel, op. cité

⁵⁰² P. Le Tourneau, *Droit de la responsabilité et des contrats*, Dalloz Action 2014/2015, n° 1304 ; P. Stoffel-Munck, *Le préjudice économique : propos introductifs*, *Journal des sociétés* 2007, n°44, dossier « L'évaluation du préjudice économique » 23

⁵⁰³ H et L. Mazeaud, *Traité théorique et pratique de la responsabilité civile délictuelle et contractuelle*, tome 1, 3ème éd. Sirey 1938, n°23

dommage⁵⁰⁴. Selon cet auteur « *le mot damnum n'éveille aucune idée de droit* » et il peut être défini strictement comme une perte, un détriment⁵⁰⁵.

306. Selon d'autres auteurs, l'idée de dissocier le dommage du préjudice est assez récente et l'origine romaine de la distinction paraît sujette à caution⁵⁰⁶. L'idée de distinguer le dommage du préjudice date de la deuxième moitié du XX siècle. Le Doyen Carbonnier considère que les termes de dommage et de préjudice sont des synonymes⁵⁰⁷. De même, M. Chartier considère que « la distinction n'a pas vraiment de sens de point de vue juridique » tout en distinguant quand même le dommage de ses suites⁵⁰⁸. Beaucoup d'ouvrages généraux ne mentionnent même pas la distinction et traitent les deux termes comme des synonymes⁵⁰⁹.

Il faut remarquer que depuis quelques années la doctrine revendique la distinction entre le dommage et le préjudice⁵¹⁰.

307. La distinction entre le dommage et le préjudice a été redécouverte par la doctrine contemporaine afin d'encadrer le régime de la responsabilité par le biais du préjudice⁵¹¹. Ainsi, si les juristes romains arrivaient à dégager la notion de préjudice par opposition au simple dommage⁵¹², c'est la doctrine contemporaine qui assignera de nouvelles fonctions à cette distinction. Selon M. Bascoulergue le dommage peut être présenté comme une estimation abstraite et égalitaire pour toute victime alors que le préjudice comme une atteinte subjective qui varie en fonction des conséquences d'une atteinte pour une victime donnée⁵¹³.

⁵⁰⁴ R. Rodière, note sous Cass. Civ. 1^{ère}, 21 oct. 1952, JCP 1953. 7592.

⁵⁰⁵ *Idem*

⁵⁰⁶ S. Rouxel, Recherches sur la distinction du dommage et du préjudice, Thèse Grenoble II, 1994, p. 8 et s.

⁵⁰⁷ Carbonnier, Droit civil, Les obligations, PUF, Thémis t. 4, 22^{ème} éd., n° 205

⁵⁰⁸ Y. Chartier, La réparation du préjudice dans la responsabilité civile, Dalloz, Connaissance du droit, p.1

⁵⁰⁹ V. F. Terré, P. Simler, Y. Lequette, Les obligations, Précis Dalloz ; P. Malaurie, L. Aynès, P. Stoffel-Munck, Droit civil : les obligations, n° 204

⁵¹⁰ Sans revendiquer une exhaustivité : J. Borghetti, Les intérêts protégés et l'étendue des préjudices réparables en droit de la responsabilité civile extracontractuelle, Mélanges G. Viney, LGDJ 2008, p. 145 et s. ; F. Benoit, Essai sur les conditions de la responsabilité en droit public et privé, JCP G 1957, I, 1351 ; P. Brun, Responsabilité civile extracontractuelle, Litec, n° 215 ; L. Cadet, Les métamorphoses du préjudice, in Journée R. Savatier, PUF, 1998, p. 37 et s. ; J. Gracia, L'atteinte à la propriété, Contribution à la distinction du dommage et du préjudice, thèse Pau, S. Rouxel, Recherches sur la distinction du dommage et du préjudice en droit civil français, thèse Grenoble II, 1994, R. Ollard, La distinction du dommage et du préjudice en droit pénal, Revue Science crim., 2010, p. 561

⁵¹¹ J. Borghetti, Les intérêts protégés et l'étendue des préjudices réparables en droit de la responsabilité civile extracontractuelle, in Etudes offertes à G. Viney, LGDJ 2008, p. 148

⁵¹² P. Ourliac et J. de Malafosse, op. cit., p. 393

⁵¹³ A. Bascoulergue, op. cit., n°256, P. 219 citant R. Von Jhering, L'esprit du droit romain dans les dernières phases de son évolution, traduction de O. De Meulenaere, t. II, p. 109 : « Cet abandon d'une vision égalitaire et abstraite du dommage est très bien décrit par certains auteurs, à l'instar de Jhering qui, entre les deux, en arrivait à dégager deux formes d'estimations : la première, l'*aestimatio* objective ou absolue du dommage, aboutissant « toujours au même résultat ; que le créancier celui-ci ou celui-là, elle s'en tient uniquement à l'objet immédiatement atteint », la seconde, l'*aestimatio* subjective ou relative (interesse [interest]), variant, « suivant

Selon M. Bascoulergue, la distinction permet d'utiliser la notion de préjudice comme un outil d'encadrement de la réparation⁵¹⁴.

308. La même idée est exprimée par M. Borghetti qui considère que le centre de gravité de la responsabilité civile s'est déplacé « *du comportement de l'auteur du dommage vers la situation de la victime* » et la distinction permet d'éviter les dérives indemnitaires⁵¹⁵. La distinction permettrait de limiter la prolifération des préjudices réparables⁵¹⁶.

309. Mettant l'accent sur le fait que le dommage est une notion de fait alors que le préjudice une notion de droit, ces auteurs considèrent que les préjudices réparables peuvent être limités par le droit. Dans cette conception toutes les répercussions possibles d'un dommage ne doivent pas être nécessairement indemnisables.

310. Pour d'autres auteurs au contraire, cette distinction permet d'améliorer la situation des victimes de dommages corporels et d'élargir le champ de la réparation⁵¹⁷. C'est la raison pour laquelle, certains auteurs se montrent réticents à l'égard du bien-fondé de la distinction⁵¹⁸.

311. Il faut ajouter que la distinction n'est pas inconnue en droit public. Le dommage étant pour les publicistes « *toute atteinte à l'intégrité d'une chose, d'une personne, d'une activité, d'une situation* », qui existe « *indépendamment de l'idée que peut s'en faire la personne qui en est victime et des conséquences diverses qu'il peut avoir pour elle* », alors que le préjudice se présente comme les diverses conséquences découlant du dommage à l'égard de la victime de celui-ci⁵¹⁹ ».

312. En outre, la distinction a été appliquée en droit international privé par la Cour de cassation afin de déterminer la règle de conflit. La loi applicable est celle du lieu où le

les modalités du fait litigieux en tant qu'il a pour objet un patrimoine déterminé, s'élevant ou s'abaissant dans la mesure des conséquences de ce fait sur le patrimoine ».

⁵¹⁴ A. Bascoulergue, op. cité, n° 263 et s.

⁵¹⁵ J. Borghetti, Les intérêts protégés et l'étendue des préjudices réparables en droit de la responsabilité civile extracontractuelle, in *Études offertes à G. Viney*, LGDJ 2008, p. 148, spéc. p. 152

⁵¹⁶ L. Cadet, Les métamorphoses du préjudice in *Les métamorphoses de la responsabilité*, PUF 1997, p. 62 et s. ; P. Le Tourneau, Droit de la responsabilité et des contrats, Dalloz Action 2014/2015, n° 1309 ; C. Lapoyade-Deschamps, Quelle(s) réparation(s) ?, *Resp. civ. et assur.* 2001, hors-série, chron. 11, n° 7 et s.

⁵¹⁷ Y. Lambert-Faivre, L'indemnisation du dommage corporel, conseil national d'aide aux victimes, Rapp. Au ministre de la Justice 2003. Selon l'auteur, toutes les conséquences du dommage doivent être réparées.

⁵¹⁸ F. Leduc, Faut-il distinguer le dommage et le préjudice ? : point de vue privatiste, *RCA*, n° 3, Mars 2010, dossier 3

⁵¹⁹ F. Benoît, Essai sur les conditions de la responsabilité en droit public et privé, *JCP* 1957. 1351, spéc. nos 11 à 16, voir aussi C. Cormier, Le préjudice en droit administratif français, *LGDJ*, 2002 ; C. Paillard, Faut-il distinguer le dommage et le préjudice ? Point de vue publiciste, in « *Le préjudice : regards croisés privatistes et publicistes* », *RCA* 2010. Dossier 4 ; I. Poirot-Mazères, La notion de préjudice en droit administratif français, *RD publ.* 1997. 519

dommage s'est produit et non pas celle qui est applicable dans le lieu où le préjudice consécutif a été souffert⁵²⁰.

313. L'application de la distinction par la jurisprudence en droit international privé⁵²¹ laisse la porte ouverte pour envisager d'autres applications de celle-ci. En matière financière, l'application de la distinction montre son aptitude à rationaliser le droit positif⁵²², car elle permet d'opérer un ordonnancement efficace des conditions du préjudice réparable.

2. Présentation de la distinction

Selon la doctrine, le dommage consiste en une lésion subie à cause de la faute, alors que le préjudice se présente comme une conséquence de cette lésion.

a) Le dommage – une notion factuelle et objective

314. Le dommage apparaît comme une atteinte primaire, objective et perceptible⁵²³ qui précède la constitution du préjudice. Le dommage est une question de pur fait. Le siège de l'atteinte peut être non seulement une atteinte au corps humain (dommage corporel), à une chose (dommage matériel), à un droit (violation d'un droit subjectif), à une activité (exercice d'une concurrence déloyale), mais aussi à une situation⁵²⁴. M. Benoît présente le dommage comme « *toute atteinte à l'intégrité d'une chose, d'une personne, d'une activité ou d'une*

⁵²⁰ Cass. Civ.1ère, 28 oct. 2003, n° 00-18794, D. 2004. 233, note Ph. Delebecque; RTD civ. 2004. 96, obs. P. Jourdain ; JCP 2004. II. 10006, note G. Lardeux; Defrénois 2004. 382, obs. R. Libchaber; LPA 23 déc. 2003. 11, note P. Ancel

⁵²¹ V. Cass. 1^{ère} 28 oct. 2003 , n° 00-18794, Defrénois 2004, art. 37894, p. 383, obs. R. Libchaber ; LPA 23 déc. 2003, p. 11, note P. Ancel ; RTD civ. 2004, p. 96, obs. P. Jourdain ; Resp. civ. et assur., 2004, comm. 30, H. Groutel ; JCP G 2004, II, 10006, note G. Lardeux ; D. 2004, p. 233, note Ph. Delebecque. La distinction entre le dommage et le préjudice a permis à la Cour de cassation de déterminer la règle de conflit dans une situation où le dommage survient sur un lieu différent de celui où un préjudice (par ricochet en l'espèce) est subi : « *s'agissant du préjudice moral subi par les victimes par ricochet, qui est en relation directe avec le fait dommageable et qui trouve sa source dans le dommage causé à la victime, la loi applicable à sa réparation est celle du lieu où ce dommage s'est réalisé et non celui où ce préjudice moral est subi* ».

⁵²² F. Leduc considère que la distinction permet de rationaliser le droit positif. V. Faut-il distinguer le dommage et le préjudice ? : point de vue privatiste, op. cité, n°23 et s.

⁵²³ S. Rouxel, Recherches sur la distinction du dommage et du préjudice, Thèse Grenoble II, 1994, p. 9

⁵²⁴ F. Benoit, Essai sur les conditions de la responsabilité en droit public et privé , op. cité, v. aussi F. Leduc, Faut-il distinguer le dommage et le préjudice ? : point de vue privatiste, op. cité, n°2

situation⁵²⁵ ». Il est « perceptible indépendamment de l'idée que peut s'en faire la personne qui en est victime et des conséquences diverses qu'il peut avoir pour elle⁵²⁶ ».

b) Le préjudice – suite juridiquement acceptée du dommage

315. Le préjudice correspond aux conséquences du dommage ou plus justement aux répercussions concrètes du dommage sur la victime. Pour M. Benoit c'est « une notion subjective appréciée en fonction d'une personne déterminée ». Le préjudice « apparaît comme l'effet ou la suite du dommage⁵²⁷ ». En d'autres termes, le préjudice est le détriment, patrimonial ou extrapatrimonial, subi par la victime consécutivement au dommage⁵²⁸. À la différence du dommage, le préjudice est une notion juridique. Par exemple, un dommage à l'intégrité physique peut engendrer des préjudices patrimoniaux (perte de salaires, frais médicaux, etc.) et des préjudices extrapatrimoniaux (des souffrances morales ou une diminution du bien-être)⁵²⁹ qui seront réparés à condition que le droit accepte leur indemnisation.

Il faut envisager à présent le siège du dommage en matière financière.

B/ Présentation du siège du dommage en matière financière

316. Dans l'avant-projet de réforme de la responsabilité civile, le préjudice réparable résulte « d'un dommage et consistant en la lésion d'un intérêt licite, patrimonial ou extrapatrimonial, individuel ou collectif ». Il faut rechercher alors quel est l'intérêt lésé. Or, si l'on a déterminé le préjudice final comme étant la perte ou le manque à gagner résultant de la diminution de la valeur d'un instrument ou d'un actif financier, il faut rechercher quelle peut être l'atteinte subie par l'investisseur précédant le préjudice financier. Ainsi, on va examiner successivement l'atteinte à la situation de l'investisseur (1) et les dommages susceptibles de se produire (2).

⁵²⁵ *Idem*

⁵²⁶ *Ibid.*

⁵²⁷ P. Le Tourneau, Droit de la responsabilité et des contrats, op. cité, n° 1305

⁵²⁸ L. Cadiet, Le préjudice d'agrément, Thèse Poitiers 1983, n° 333

⁵²⁹ *Idem*

1. L'atteinte à la situation de l'investisseur

317. Nous avons examiné que le siège du dommage peut être une atteinte physique (dommage corporel ou matériel) ou immatérielle - atteinte à un droit (droit au respect de la vie privée), à une activité (interdiction d'une concurrence déloyale) ou à une situation⁵³⁰. On exclut d'emblée les atteintes physiques et immatérielles. S'agissant de l'atteinte à un droit, comme on va le voir avec la violation d'un droit subjectif, le dommage est assimilé à la faute et ne se distingue pas vraiment du préjudice. Il reste à envisager les atteintes à une activité et à une situation. Quant à l'atteinte à une activité, il est possible d'imaginer l'action d'un prestataire qui ne reçoit pas un agrément à tort et subit ainsi un préjudice. Cependant, dans ce cas le prestataire n'agit pas en tant qu'investisseur suivant la définition qui a été donnée.

318. Que peut-on dire de l'atteinte à une situation et peut-on trouver le siège du dommage par rapport à la situation d'un investisseur ? Au moment où un investisseur décide d'investir, il encourt un risque de perte en pleine connaissance de cause et en même temps il espère réaliser un gain. **La situation de l'investisseur se caractérise par deux éléments : la prise d'une décision en pleine connaissance de cause et l'espérance d'un gain tout en encourageant un risque.** Il faut donc rechercher si on peut concevoir un dommage par rapport à cet environnement de l'investisseur.

319. La situation de l'investisseur peut être altérée de deux façons. D'une part, la faute peut empêcher la prise d'une décision éclairée et, d'autre part, elle peut soit augmenter le risque de perte soit diminuer la chance de gain. Ces deux situations causent une atteinte réelle. Celle-ci se présente d'ailleurs comme une situation qui précède le préjudice financier lui-même constitué par la perte financière et/ou l'absence de gain. On peut constater que l'existence de ces deux atteintes n'entraîne pas nécessairement une perte ou une absence de gain. La prise d'une décision d'investissement non éclairée n'aboutit pas nécessairement à une perte. De même, l'augmentation du risque de perte n'entraîne pas nécessairement une perte.

320. À partir de ces éléments, il est possible de considérer que le dommage ainsi présenté se présente comme une pure situation de fait. Ainsi, le dommage peut-il trouver son siège dans la modification de la situation de l'investisseur : soit il prend une décision d'investissement qui n'est pas éclairée, soit le risque qu'il a accepté est augmenté ou la chance de gain est diminuée.

⁵³⁰ F. Leduc, Faut-il distinguer le dommage et le préjudice ? : point de vue privatiste, op.cité, n°2

À ce stade, il faut vérifier si cette atteinte à la situation de l'investisseur peut constituer véritablement le siège du dommage. En effet, il faut rechercher si l'altération de la situation de l'investisseur se distingue nettement du préjudice financier.

321. Selon le M. Leduc, le dommage doit être nécessairement une situation qui n'exige pas un jugement de valeur par le juge⁵³¹. Cette affirmation est justifiée par la définition même du dommage comme une notion factuelle et objective. Le dommage doit apparaître en outre autonome par rapport au fait générateur et le préjudice. Selon l'auteur, la distinction entre le dommage et le préjudice est toujours praticable lorsque le siège de l'atteinte a une existence physique comme une atteinte à l'intégrité physique ou l'atteinte à un bien. Dans cette hypothèse le dommage apparaît complètement autonome par rapport au préjudice ou aux préjudices qui en résultent⁵³².

322. À l'opposé, selon M. Leduc la distinction est impraticable lorsque le siège de l'atteinte n'a pas d'existence physique en réservant cependant la situation où la caractérisation d'un dommage immatériel ne requiert pas un jugement de valeur⁵³³. Le siège de l'atteinte n'a pas d'existence physique lorsque l'atteinte concerne une situation, une activité ou un droit. Poursuivant l'analyse de l'auteur, la distinction est très floue, voire inexistante lorsque le prétendu dommage devient « *un véritable construit juridique au même titre que le fait générateur de responsabilité et le préjudice* »⁵³⁴. En effet, comme le dommage ne doit pas impliquer un jugement de valeur et il doit toujours rester une donnée factuelle, il ne doit pas résulter d'une caractérisation juridique.

323. Pour illustrer ces propos l'auteur donne comme exemple de l'inexécution d'une obligation de moyens et la concurrence déloyale. Monsieur Leduc conclut qu'il est impossible de distinguer clairement le dommage du fait générateur dans ces deux hypothèses. Premièrement, étant donné que le dommage en cas de manquement à une obligation de moyens apparaît comme « *la non obtention de l'avantage attendu* », il correspond complètement à l'inexécution. Deuxièmement, en cas d'acte de concurrence déloyale, le dommage qui est constitué par le trouble commercial n'est pas autonome puisqu'il est absorbé par la faute (l'acte de concurrence déloyale). De même, selon l'auteur le dommage n'apparaît

⁵³¹ F. Leduc, Faut-il distinguer le dommage et le préjudice ? : Point de vue privatiste, op.cité, n° 6 et s.

⁵³² [...] « *donnée observable, le dommage corporel ou matériel représente en même temps une donnée autonome* » et « *on peut ainsi, pour tout dommage corporel ou matériel, dissocier le dommage, envisagé comme atteinte objective et les préjudices, envisagés comme répercussions subjectives de l'atteinte, telles qu'elles sont effectivement perçues par la victime*, F. Leduc, op. cité ci-dessus, n° 7

⁵³³ Id., n° 6 et s.

⁵³⁴ Id. n° 7 et s.

pas non plus comme une notion autonome et factuelle en matière de troubles anormaux de voisinage et d'atteinte à la vie privée. Dans les deux situations c'est le juge qui appréciera le seuil de tolérance au-delà duquel il y aura un trouble anormal et les attributs de la personnalité qui méritent protection. En définitive, dans toutes ces hypothèses, la distinction entre le dommage et le préjudice n'est pas très utile, car le dommage se confond soit avec la faute soit avec le préjudice.

324. M. Leduc met en évidence que dans d'autres situations le dommage peut être constaté objectivement et il ne relève pas de l'appréciation du juge. Il donne l'exemple d'une fausse alerte à la bombe qui a pour conséquence de limiter l'accès à une rue commerçante pendant une journée entière. Ce blocage entraîne la fermeture des magasins qui s'y trouvent. La faute est évidente : c'est l'alerte à la bombe fantaisiste. Le dommage constitue une donnée objective : c'est l'atteinte à l'activité commerciale entraînant la fermeture des magasins. Les préjudices qui suivent le dommage sont variables : aucun préjudice pour le commerçant dont le magasin était fermé ce jour-là ; manque à gagner important, au contraire, pour celui qui escomptait une grosse affluence le jour de l'incident, tel le fleuriste un jour de fête des mères. Dans cette situation, le dommage ne nécessite pas une appréciation du juge, à la différence bien sûr des préjudices. En outre, le dommage ne se confond pas avec la faute, il apparaît clairement distinct.

325. Revenons à la question de savoir si le choix du siège du dommage consistant dans la modification de la situation de l'investisseur est pertinent. Cette analyse de la distinction se justifie pleinement seulement si on arrive à identifier et caractériser le dommage de manière autonome par rapport au fait générateur et au préjudice.

- Le dommage consistant dans une décision non éclairée

326. En ce qui concerne la décision non éclairée, il faut d'abord établir l'autonomie du dommage par rapport au fait générateur et au préjudice. Prenons l'exemple de diffusion d'informations fausses. Cette faute ne se confond pas avec la situation qu'elle cause – la prise d'une décision non éclairée. Deuxièmement, le dommage ne peut pas se confondre avec le préjudice final – la perte ou le manque à gagner. La décision non éclairée n'a pas toujours pour conséquences une perte. Celle-ci doit être constatée. Ainsi, la situation de l'investisseur qui a acquis ses titres après la diffusion de l'information et qui les a cédés n'est pas identique à la situation de l'investisseur qui a acquis des titres sans les céder ensuite. Pourtant, tous les

deux subissent la même atteinte, car leur décision a été prise à la suite à une information fausse.

327. Qu'en est-il de la deuxième condition ? La situation de l'investisseur nécessite-t-elle un jugement de valeur par le juge ?

Lorsque l'investisseur prend une décision d'investissement par laquelle il espère réaliser un gain, il assume un risque de perte. Sa décision est prise sur la base des conditions du marché et des informations disponibles fournies par le marché, les émetteurs ou les professionnels. En cas d'information fausse ou trompeuse, sa décision est prise sur une fausse base. L'appréciation est purement objective, car on ne cherche pas à savoir comment l'investisseur interprète les informations disponibles mais uniquement si l'information était fausse ou trompeuse. Ainsi, on peut constater une situation de pur fait : la diffusion de fausses informations entraîne une décision d'investissement non éclairée.

Le même examen doit être effectué en ce qui concerne l'augmentation du risque de perte et la diminution de la chance de gain.

- Le dommage consistant dans une augmentation du risque ou une diminution de la chance

328. Ici aussi, il faut analyser si le dommage ainsi défini est indépendant du préjudice et de la faute et en outre s'il constitue une simple donnée factuelle. Afin de voir s'il existe une distinction avec la faute on va prendre l'exemple de l'inexécution d'un ordre de bourse du client. Dans cette hypothèse, la faute est susceptible de diminuer la chance de gain du donneur d'ordre. On voit que les deux éléments, la faute (inexécution de l'ordre) et le dommage (diminution de la chance de gain), ne se confondent pas.. S'agissant de la différence avec le préjudice lui-même, il est possible de les distinguer parce que la diminution des chances n'entraîne pas nécessairement un manque à gagner. Le préjudice sera constaté si l'ordre est exécuté à des conditions qui ne sont avantageuses pour le client. En effet, il est possible que même exécuté correctement l'ordre aboutisse au même résultat.

329. Concernant l'augmentation du risque de perte, on peut prendre l'exemple de l'absence de diversification d'un portefeuille. Dans cette hypothèse, le dommage ne se confond pas non plus avec le préjudice et la faute. En ce qui concerne la faute, c'est-à-dire l'absence de

diversification elle ne se confond pas avec le dommage – l’augmentation du risque de perte. Ce dommage se distingue aussi du préjudice. D’une part, ce dommage ne donne pas nécessairement lieu à un préjudice réellement subi et, d’autre part, la perte peut être causée par un autre événement indépendant des agissements du responsable comme par exemple un effondrement général marché financier.

330. Il faut voir si le juge sera amené à effectuer un jugement de valeur. L’appréciation du juge ne portera pas sur l’augmentation du risque ou la diminution de la chance, mais sur leur conséquence concrète. L’augmentation du risque et la diminution de la chance, suite à la faute, seront de simples données de fait et ils seront établis par un expert, en cas de nécessité afin d’apprécier si l’événement qui les provoque constitue une faute. Quant à la réalisation du gain ou du risque, elle dépend aussi de la conjoncture du marché. Le juge sera amené en revanche à rechercher si lorsque le risque se réalise, celui-ci constituera la cause exclusive de la réalisation du préjudice final. En d’autres termes, le juge doit vérifier l’existence d’un lien de causalité entre le dommage et le préjudice final. Il est possible d’affirmer donc que l’augmentation du risque ou la diminution de la chance peuvent constituer aussi des sièges du dommage.

Examinons maintenant la nature des différents dommages que l’on vient d’identifier.

2. Examen des dommages possibles

Il faut étudier successivement la prise d’une décision d’investissement non éclairée et l’augmentation du risque de perte et la diminution de la chance de gain.

a) La prise d’une décision non éclairée

331. En cas de fausses informations, diffusées au public ou contenues par exemple dans un prospectus, la décision de l’investisseur serait prise sur une fausse base. C’est une situation objective. Le juge n’a pas à se demander si l’investisseur aurait pu prendre une décision éclairée étant donné que l’information était fausse. La prise d’une décision non éclairée résulte le plus souvent de la fourniture d’une fausse information ou de l’omission d’une information importante. Cependant, les textes interdisent également le fait de fournir des

informations trompeuses⁵³⁵. L'information trompeuse est celle qui induit l'investisseur en erreur. La question qui se pose est de savoir si l'information trompeuse donne lieu à un dommage autonome qui ne nécessite pas une appréciation du juge.

332. De prime abord, le caractère trompeur d'une information nécessite une appréciation *in concreto* de la part du juge pour savoir si une information trompeuse est susceptible d'induire en erreur un investisseur donné. Cependant, cette question dépend de la manière dont on apprécie le caractère trompeur de l'information. Il faut se poser la question de savoir si le caractère trompeur résulte des termes utilisés et la manière dont une personne peut les interpréter ou si une information en soi exacte devient trompeuse parce qu'elle omet une autre information importante qui doit être fournie.

333. À notre avis le caractère trompeur d'une information ne résulte pas d'une ambiguïté des termes utilisés. Le choix des termes relève de la clarté des informations fournies. Le caractère trompeur d'une information nécessite d'examiner si celle-ci peut induire un investisseur en erreur, compte tenu de sa cohérence avec le reste des informations fournies. Il faut donc vérifier si ce caractère résulte d'informations tronquées ou incomplètes⁵³⁶. L'information sera trompeuse si elle ne donne pas tous les détails nécessaires et omet des informations importantes. Dans ce sens, le caractère trompeur d'une information doit être apprécié de manière objective. Si tel est le cas, son appréciation ne résultera pas de la capacité d'un investisseur à comprendre l'information. Par conséquent, une information trompeuse ne donne pas lieu à une appréciation *in concreto* et la décision prise sur la base de cette information peut être considérée comme non éclairée.

334. On peut citer l'affaire *Flammarion*⁵³⁷ qui confirme l'approche objective de l'examen du caractère trompeur d'une information. Dans cette affaire, la société Flammarion a annoncé dans un communiqué de presse une « *chute brutale du résultat du premier semestre 2000, dont aucune explication rassurante pour l'avenir n'était fournie*⁵³⁸ ». Seulement, quelques jours plus tard la société a annoncé la cession du contrôle, ce qui avait une incidence notable sur le cours du titre de la société. Le communiqué de presse ne comportait pas en soi une information fausse, mais l'omission de l'existence d'un accord imminent rendait le communiqué trompeur. La Cour d'appel a relevé le fait que la « *société Flammarion a, sans*

⁵³⁵ Les articles L.465-2 ; L. 412-1 I, al. 2 ; L. 214-23 dernier al. ; 533-12 I ; L. 550-1 III du CMF

⁵³⁶ Code monétaire et financier commenté, M. Storck, J. Lasserre Capdeville, Dalloz, voir art. L. 465-2

⁵³⁷ CA Paris 25e ch. sect. B, 26 sept. 2003, n° 2001/21885, Soulier et autre c/ SA Flammarion et autre

⁵³⁸ *Idem*

nécessité immédiate démontrée, délibérément publié une information financière en elle-même exacte mais qui, compte tenu d'un accord imminent qui aurait une incidence déterminante sur le cours de l'action, même si cet accord était encore soumis à un aléa tenant à la signature des documents contractuels, constituait une information en réalité inexacte ». Ce qui est reproché à la société ce n'est pas tant la communication des résultats, mais l'omission de l'accord sur la cession du contrôle. Si la société ne pouvait pas révéler l'existence de l'accord parce qu'il n'était encore finalisé, elle ne devrait communiquer une information incomplète et donc trompeuse⁵³⁹.

335. En définitive, une information qui n'est pas fausse en soi peut induire en erreur si elle omet des informations importantes. Dans ce cas, le caractère trompeur de l'information ne nécessite pas une appréciation du juge sur la possibilité de l'information d'induire en erreur. En effet, une information incomplète devient trompeuse, comparée au reste des informations données. L'appréciation du juge porte ainsi sur la commission de la faute (communication d'une fausse information) et non pas sur le résultat qui en résulte. **On peut conclure que la décision non éclairée peut résulter aussi bien de l'omission d'une information ou d'une information fausse ou trompeuse.**

Envisageons maintenant le deuxième type de dommage.

b) Augmentation du risque de perte et la diminution de la chance de gain

336. L'augmentation du risque de perte et la diminution de la chance de gain peuvent constituer un dommage lorsque la décision d'investissement est déjà prise. En effet, lorsque la décision d'investissement est déjà prise en pleine connaissance de cause, l'investisseur peut subir un dommage. Après la prise de la décision d'investissement, la faute peut entraîner l'augmentation du risque de perte ou la diminution de la chance de gain. Le risque est juste augmenté et la chance diminuée car le risque financier rend l'issue d'une opération financière incertaine. Cependant, ce risque préexistant peut être accru par l'acte dommageable.

337. Pour résumer, on peut observer que le dommage est constitué par une atteinte à la perception de l'environnement financier par l'investisseur. L'environnement financier, tel qu'il est perçu par l'investisseur, peut subir une atteinte de deux façons. D'une part, s'il prend

⁵³⁹ Voir, J. Daigre, En matière d'information financière, il ne faut en faire ni trop, ni trop peu....Bull. Joly Sociétés, 01 janvier 2004 n° 1, p. 84, note sous CA Paris du 26 sept. 2003, affaire *Flammarion*

une décision d'investissement qui n'est pas éclairée, donc une décision qui n'est pas prise en pleine connaissance de cause et, d'autre part, si son risque de perte est soit augmenté par l'acte dommageable, soit sa chance de gain est diminuée par celui-ci. Ces deux situations factuelles donnent naissance respectivement à deux dommages différents. La décision non éclairée et l'augmentation du risque/diminution de la chance de gain en tant que situations dommageables doivent être distinguées du préjudice financier lui-même.

Après avoir examiné la distinction entre le dommage et le préjudice, il faut voir quels sont les intérêts de cette distinction.

§2. L'intérêts de la distinction

338. La dissociation du dommage et du préjudice permet un nouvel ordonnancement des préjudices subis par les investisseurs. Il sera possible d'identifier les différents préjudices résultant du même dommage (A). En outre, la distinction permet de mieux appréhender les conditions du préjudice réparable en matière financière et notamment elle permet de prendre en compte tous les événements qui interviennent dans le processus dommageable (B).

A/ Identification des différents préjudices susceptibles de se produire

339. Si le dommage reste toujours le même – c'est soit la prise d'une décision non éclairée, soit l'augmentation de risque de perte ou la diminution de la chance de gain – les préjudices qui en résultent peuvent varier. Ainsi, l'identification du siège du dommage permet de mieux saisir la notion de préjudice financier (1) et d'identifier les différents préjudices susceptibles de se produire d'un même dommage (2).

1. Affinement de la notion de préjudice financier

340. La perte ou le manque à gagner sont causés par la dépréciation de la valeur d'un actif financier ou celle d'un instrument financier. En d'autres termes, le préjudice financier résulte de la baisse du cours. S'agissant du manque à gagner, il faut préciser que le préjudice peut résulter non seulement de la baisse du cours ou en général de la dépréciation de la valeur d'un

actif, mais aussi du manque de performance d'un instrument financier par rapport aux attentes de l'investisseur.

341. Seul le préjudice né de la dépréciation d'une valeur peut être appelé ***préjudice financier final*** afin de le distinguer des autres types de préjudices. Cette distinction nous semble nécessaire, car très souvent les investisseurs invoquent le manquement à une obligation d'information ou/et de mise en garde pour fonder une action en responsabilité ayant pour objet l'indemnisation de la perte résultant de la dépréciation de la valeur de titres financiers. Or, il a été déjà observé que la violation de l'obligation d'information ou de mise en garde n'a aucun impact sur le cours d'un titre. En effet, il est impossible d'établir un lien de causalité direct entre l'absence d'informations ou de mise en garde et le préjudice né de la dépréciation d'un instrument financier. Cependant, même si l'investisseur ne peut pas être réparé de la différence de capital entre le moment de l'investissement et le moment où il demande une réparation, il pourra être indemnisé au titre d'un autre type de préjudice.

2. Les différents types de préjudices susceptibles de se produire d'un même dommage

342. A côté de la perte ou du manque à gagner susceptibles de résulter notamment du dommage consistant à augmenter le risque après la prise d'une décision d'investissement, un même dommage peut donner lieu à plusieurs préjudices différents en cas de décision non éclairée. Ainsi la prise d'une décision non éclairée peut être la cause d'un préjudice consistant en un investissement non adapté à la situation personnelle de l'investisseur au regard de ses objectifs d'investissement ; investissement dans un produit dont on ne maîtrise pas les risques ; achat d'un instrument surévalué ou non liquide. Les différents préjudices ne sont pas identifiés en tant que tels par les textes, mais la réglementation et notamment les règles en matière de bonne conduite a justement pour finalité leur prévention. Ainsi, l'obligation de meilleure exécution, relative à l'exécution d'un ordre de bourse, a pour objet de prévenir une perte et d'éviter un manque à gagner. En outre, la loi impose des obligations d'information adaptées, en fonction de la qualité de l'investisseur, sur les caractéristiques d'un instrument financier et les risques existants afin de prévenir un investissement inintelligible et dont le fonctionnement n'est pas maîtrisé. Elle interdit la communication au public d'informations

fausses ou trompeuses afin de prévenir des investissements dans des instruments surévalués et des pertes financières.

Examinons dès à présent les différents types de préjudices susceptibles de se produire à la suite d'un même dommage.

a) Le préjudice de l'incompréhension du fonctionnement ou des risques d'un produit financier

343. En matière financière, le manquement à l'obligation d'information ou de mise en garde peut avoir pour effet de priver l'investisseur surtout le non professionnel de la possibilité de comprendre le fonctionnement d'un produit financier ou les risques qu'il crée. L'AMF a identifié ce type de préjudice sans le nommer expressément en mentionnant le « *risque de mauvaise appréhension des risques par le client* » en cas de commercialisation d'instruments financiers complexes⁵⁴⁰. Le manquement à l'obligation d'information ou de mise en garde pourra donner lieu à un préjudice d'impréparation, à l'instar du préjudice né de l'absence d'information d'un médecin. En matière médicale le préjudice résultant du manquement à l'obligation d'information du médecin sur les risques d'un acte médical a été qualifié par la doctrine de « *préjudice d'impréparation* »⁵⁴¹. Le patient est indemnisé du fait qu'il n'a pas été informé du risque susceptible de se produire et du coup, il n'est pas préparé lorsque le risque se réalise. Le même raisonnement peut être suivi en matière financière, car l'investisseur mal informé n'est pas préparé au risque de perte financière.

b) Préjudice résultant d'un actif/produit non liquide

344. Il peut résulter aussi un préjudice né de l'acquisition d'un actif financier non liquide. En effet, ce préjudice naît de l'impossibilité de céder l'actif acquis sur un marché liquide. Ce type de préjudice peut être considéré comme une sous-catégorie du préjudice d'incompréhension. Il peut résulter aussi d'un mauvais conseil⁵⁴². Par exemple, l'investisseur investi dans des biens divers et il n'a pas été informé du risque de ne pas pouvoir céder les parts ou le bien

⁵⁴⁰ Position AMF n° 2010-05

⁵⁴¹ Voir M. Penneau, obs. sous CA Angers, 11 sept. 1998, D. 1999, jur., p. 50

⁵⁴² V. le préjudice suivant

acquis parce qu'il n'existe pas de marché liquide. Dans ce cas l'investisseur se retrouve avec un actif insusceptible de lui procurer un profit à court ou à long terme.

c) Le préjudice résultant d'un investissement non adapté

345. Le manquement à l'obligation de conseil peut entraîner un investissement non adapté à la *situation personnelle* de l'investisseur ou à ses *objectifs d'investissement*. Ce préjudice est différent de celui qui résulte d'un manquement à l'obligation d'information ou de la mise en garde. Encore une fois une référence en matière médicale permet de saisir la différence entre les deux préjudices : un investissement inadapté ressemble à un mauvais diagnostic. Le mauvais diagnostic peut ouvrir le droit à une indemnisation intégrale du préjudice corporel subi, alors que le manquement aux obligations d'information ou de mise en garde ne donne lieu qu'à une indemnisation limitée⁵⁴³. En droit financier, les deux préjudices sont traités de la même manière et seule la perte de chance de réaliser un meilleur investissement est indemnisée⁵⁴⁴. Pour notre part, il faut bien distinguer le manquement à l'obligation de conseil des obligations d'information et de mise en garde afin de pouvoir indemniser de manière intégrale la perte financière causée par un mauvais conseil.

346. L'analyse de ces différents préjudices nous permettra de les distinguer du financier final. On va voir que l'acte dommageable qui est à l'origine de leur survenance n'a pas d'impact sur la variation du cours ou de la valeur des actifs acquis. Ce qui implique une distinction entre ces situations et le *préjudice financier final*. On va voir que leur indemnisation ne suit pas les mêmes règles.

347. En définitive, l'identification du dommage permet de distinguer les différents préjudices susceptibles de se produire et de voir si les conditions juridiques d'un préjudice réparable sont remplies. Or, l'un des principaux intérêts de la distinction étudiée est de pouvoir surmonter la difficulté d'établir un lien de causal entre l'acte dommageable et le préjudice subi.

⁵⁴³ Voir S. Porchy-Simon, revirement de la Cour de cassation quant à la sanction du défaut d'information du patient, JCP G, n° 28, 12 Juillet 2010, somm. 788

⁵⁴⁴ Infra, Chapitre II

B/ Possibilité de prise en compte des événements intervenants dans le processus dommageable

348. Si le préjudice financier se présente comme l'aboutissement d'un processus dommageable, il faut pouvoir identifier les différents éléments intervenant dans ce processus et rechercher les liens de causalité qui existent entre eux afin d'établir une causalité par étapes.

1. Identification des éléments intervenants dans le processus dommageable

349. Prenons l'exemple du délit de diffusion de fausses informations : un investisseur acquiert des titres après la diffusion d'une information fausse. À l'annonce du caractère faux de l'information, le cours peut baisser et l'investisseur va donc céder à perte les titres acquis. Avant de constater le préjudice financier final (la moins-value), il est possible de constater plusieurs événements qui le précèdent :

1^{er} événement – diffusion d'une information fausse positive par un émetteur ;

2^{ème} événement – hausse du cours du titre (*possible*)

3^{ème} événement – achat de titres par un investisseur ;

4^{ème} événement – révélation du caractère faux de l'information ;

5^{ème} événement – le marché réagit : le cours des titres baisse (*possible*) ;

6^{ème} événement – l'investisseur vend les titres et subit une perte du fait de leur dépréciation.

350. Il est inutile de rechercher un *lien causal direct* entre la diffusion de l'information et la perte finale. Il est inutile de rechercher un lien de causalité, tel que l'on entend traditionnellement, entre la faute et le préjudice du fait de l'interposition de plusieurs événements entre l'acte dommageable et le préjudice et notamment la décision d'investissement qui s'interpose entre la faute et le préjudice et qui modifie les rapports de causalité.

351. On peut faire le même constat par rapport à un autre acte dommageable, par exemple l'absence de diversification d'un portefeuille-titres : la faute n'entraîne pas la perte directement, celle-ci est due à la baisse de la valeur des titres qui composent le portefeuille.

352. Il a été déjà examiné que le préjudice apparaît comme la conséquence du dommage et il est causé lui-même par la faute. Ces éléments sont reliés entre eux par un lien causal. L'un des intérêts de la distinction c'est la possibilité de souligner l'enchaînement des événements. Le suivi de cet enchaînement est possible par la distinction entre le dommage et le préjudice étant donné que le dommage s'interpose entre la commission de faute et la réalisation du préjudice. M. Leduc a observé que la distinction entre le dommage et préjudice met en relief une dualité de relations causales, la première doit être présente entre le fait générateur et le dommage et la seconde entre le dommage et le préjudice qui est effet une suite du dommage⁵⁴⁵. Cette dualité est aussi constatée par le Professeur Stoffel-Munck. Il remarque que *« ce sont deux questions essentiellement différentes de savoir si le fait imputé au défendeur a été la cause du dommage, et si le préjudice qu'il invoque a été causé par ce dommage »*⁵⁴⁶.

353. Cette analyse permet de bien distinguer les deux liens de causalité : d'une part, le lien entre le fait dommageable et le dommage et, d'autre part, le lien entre le dommage et le préjudice. L'identification du dommage est essentielle, car le premier lien causal à rechercher est celui entre la faute et le dommage qu'elle entraîne. Ainsi, en cas de diffusion de fausses informations le dommage consiste en une décision non éclairée (3^{ème} événement dans le schéma ci-dessus), alors qu'en cas d'absence de diversification c'est l'augmentation du risque de perte/diminution de la chance de gain.

354. Dès lors on peut faire le constat suivant : le lien entre la diffusion de l'information fausse et la décision d'achat apparaît comme moins évident que le lien entre l'absence de diversification et l'augmentation du risque de perte. D'ailleurs, si la diffusion des informations fausses n'entraîne pas le préjudice final dû à la baisse de la valeur de l'actif directement, on pourra constater que le rôle joué par la faute consistant dans l'absence de diversification et la perte est plus évident. En effet, la faute augmente le risque de perte et cela joue un rôle dans la production du préjudice final. Ce qui rend moins évident le lien causal dans l'hypothèse de la diffusion, c'est l'interposition de la décision de l'investisseur entre la faute et le préjudice final.

⁵⁴⁵ F. Leduc, Faut-il distinguer le dommage et le préjudice ?, op. cité, n° 24

⁵⁴⁶ P. Stoffel-Munck, Le préjudice économique : propos introductifs, Journal des sociétés 2007, n°44, dossier « L'évaluation du préjudice économique » 23

355. S'il est impossible d'établir un lien entre la diffusion des informations avec le préjudice financier final, la prise en compte de tous ces éléments intervenant dans le processus dommageable permet de prouver le lien de causalité non pas directement, mais par étapes. On commence par la recherche du lien entre la faute et le dommage et on établit ensuite le lien entre le dommage et le préjudice.

2. L'établissement d'un préjudice *direct* par étapes

356. La distinction entre le dommage et le préjudice et les deux liens de causalité permet d'essayer de relier tous les événements, intervenus dans la chaîne de réalisation du préjudice entre eux afin de pouvoir établir un *préjudice direct*. En effet, c'est ce caractère du préjudice indemnisable qui est souvent considéré comme redondant avec l'exigence d'un lien de causalité direct. Il a cependant toute sa place lorsqu'on arrive à bien distinguer et identifier le dommage et le préjudice.

357. La distinction entre le dommage et le préjudice met en évidence deux relations causales – une première qui existe entre la faute et le dommage et une deuxième qui existe entre le dommage et le préjudice. L'impossibilité d'établir un lien de causalité direct entre la faute et le préjudice financier final empêche à l'heure actuelle une indemnisation intégrale de celui-ci. La jurisprudence applique la perte de chance de réaliser un meilleur investissement afin de pallier la difficulté d'établir un lien de causalité direct⁵⁴⁷.

358. La distinction entre le dommage et le préjudice permet de changer de perspective. On ne cherche pas à établir un lien de causalité direct entre la faute et le préjudice. On raisonne par étapes, en commençant par l'établissement du lien causal entre le dommage et la faute en ensuite on établit le lien causal entre le dommage et le préjudice. Cette démarche permet de constater que le préjudice peut apparaître bien comme la *suite directe* de la faute.

359. Afin de concevoir le processus de la réalisation du préjudice final dans sa globalité, il faut voir si chaque événement intervenant dans la chaîne apparaît comme une suite normale et directe de l'événement qui le précède. On arrive ainsi l'enchaînement des événements afin de voir si le préjudice final est causé par l'acte dommageable.

⁵⁴⁷ V. *supra* n°238

360. Il faut commencer par établir le lien entre la faute et le dommage. Si ce lien est établi, il faudra établir le lien entre le dommage et le préjudice final. L'absence de l'un des deux liens de causalité empêche d'indemniser le préjudice final. En outre, la distinction entre dommage et préjudice permet d'analyser toutes les suites d'un fait dommageable et d'imputer à son auteur uniquement les suites préjudiciables causées par sa faute.

361. Afin d'illustrer l'enchaînement des événements et les liens existants, on va reprendre l'exemple déjà cité de la diffusion de fausses informations. Il faut commencer par prouver le lien entre la diffusion des informations fausses et la décision d'achat de titres. Ce qui correspond au lien de causalité entre l'acte dommageable et le dommage. En effet, le dommage est ici constitué par la prise d'une décision d'investissement non éclairée. Afin de savoir si ce lien existe il faut établir que l'investisseur a fondé sa décision sur la diffusion de l'information. Si tel est le cas, la recherche ne s'arrête pas ici. Ensuite, il faut prouver le lien entre ce dommage et le préjudice final. Le préjudice final est constitué par la moins-value, c'est-à-dire la différence de cours entre l'achat et la vente du titre. Il faut rechercher si ce préjudice est lié au dommage. Le lien peut être considéré comme établi en cas de cession à perte après l'acquisition étant donné que c'est la décision d'acheter un titre à prix surévalué (le dommage) qui entraîne la moins-value (le préjudice résultant de la dépréciation des titres). Le dommage est incontestablement lié à la faute si l'augmentation artificielle du cours est causée par la diffusion de fausses informations. En outre, la révélation du caractère faux de l'information peut être suivie d'un réajustement du cours du titre à la baisse. Ainsi, en commençant par l'établissement du lien entre l'acte dommageable et le dommage et poursuivant ensuite par celui qui existe entre le dommage et le préjudice final, on arrive à prouver que c'est la diffusion de l'information fausse qui entraîne la perte financière.

362. L'établissement des deux liens de causalité serait moins évident dans d'autres hypothèses. Par exemple, le manquement à l'obligation de mise en garde cause un dommage – celui de ne pas prendre une décision éclairée sur les risques existants. Cependant, ce dommage n'est pas susceptible d'entraîner le préjudice né de la diminution de l'actif ou du cours d'un instrument financier parce que l'absence de mise en garde n'a pas d'incidence sur le cours d'un titre. On peut considérer que lorsque l'altération de la décision d'investissement ne porte pas sur le prix, il ne sera pas possible d'établir un lien entre le dommage et le préjudice né de la baisse de la valeur. Néanmoins, ce dommage peut donner lieu à un autre préjudice, par exemple un préjudice moral qui sera détaché du préjudice résultant de la dépréciation de la valeur des titres acquis. Ce dommage cause un préjudice moral que certains

ont défini comme un préjudice d'impréparation⁵⁴⁸. Pourtant, la diffusion de fausses informations et l'absence de mise en garde sont traitées de la même manière par la jurisprudence. L'investisseur est indemnisé dans les deux cas à la hauteur de la seule perte de chance.

Cependant, il est tout à fait possible d'établir un préjudice certain et direct. Tout dépend de l'origine du dommage.

Section 2 Caractérisation du préjudice suivant l'origine du dommage

363. La caractérisation du préjudice ne doit pas dépendre de la faute commise. Ce sont deux conditions indépendantes de la responsabilité civile. Cependant, il ne faut pas nier qu'il existe des interférences. Ces interférences se révèlent au vu de la dualité des liens causals : la faute est reliée au dommage et le dommage est relié au préjudice. Ainsi, la commission de la faute peut avoir un effet sur le préjudice qui sera perceptible par l'intermédiaire du dommage. Or, celui-ci, causé par la faute, peut intervenir avant ou après la décision d'investissement. De sorte que le siège du dommage change suivant que *la faute provoque* la décision d'investissement elle-même ou augmente le risque de perte ou diminue la chance de gain. Ainsi, le moment de la prise de la décision d'investissement peut-il intervenir avant ou après l'acte dommageable : la faute peut provoquer la décision ou intervenir après sans avoir une incidence sur la décision d'investissement elle-même. La distinction des préjudices suivant l'origine du dommage (§1) a des conséquences sur l'étendue du préjudice (§2).

§1. Détermination du dommage et des préjudices résultants suivant le moment de la prise de la décision d'investissement

364. Si le préjudice constitue une suite du dommage, il devra être caractérisé suivant son origine. Ce qui nous amène à examiner les préjudices suivant le moment de la prise de la décision d'investissement. Il est possible de distinguer ainsi deux hypothèses. La première est

⁵⁴⁸ M. Penneau, note sous Angers 11 sept. 1998, D. 1999. Jur. 50 s'agissant du préjudice subi par un patient qui n'a pas été informé des risques d'un acte médical. Voir *infra* sur le préjudice moral d'impréparation

celle dans laquelle la faute provoque une décision d'investissement non éclairée (A) et la deuxième lorsque la faute intervient après la décision d'investissement (B).

A/ Faute provoquant une décision d'investissement non éclairée

À partir de la définition du préjudice financier comme celui qui est subi du fait de la dépréciation des titres ou des actifs financiers, on arrive à distinguer les dommages consistant en une décision non éclairée, susceptibles de causer ce préjudice financier final (1) et ceux qui ne le sont pas (2).

1. Décision exposant au préjudice financier final

365. L'atteinte causée par le fait dommageable et qui entraîne une décision non éclairée par l'investisseur peut être due à deux facteurs différents. D'une part, le fait générateur ayant un effet sur le cours du titre ou sur la valeur peut entraîner une décision fondée sur un prix qui ne correspond pas à la réalité (a). D'autre part, la décision non éclairée peut intervenir à cause d'une faute ayant pour objet d'induire en erreur (b) ou d'un conseil inadapté à la situation personnelle de l'investisseur (c).

a) Décision non éclairée sur la base d'un prix surévalué ou sous-évalué

366. Lorsque l'acte dommageable a un impact sur la valeur des titres (le cours de bourse peut baisser ou augmenter), la décision d'investissement est prise sur une base erronée. Cette situation est purement factuelle et correspond au dommage subi par l'investisseur. Ce dommage entraîne le préjudice final si au moment de la cession des titres le prix est revenu à sa juste valeur et par exemple, l'investisseur cède les titres acquis à un prix inférieur à celui de l'achat. Si en revanche, les titres sont cédés à un cours encore sous l'influence de l'acte dommageable, l'investisseur ne subira pas de préjudice.

Deux faits générateurs peuvent avoir cet impact direct sur le cours d'un titre : la manipulation de cours (i) et la diffusion d'informations fausses ou trompeuses (ii).

i) Manipulation de cours

367. La première hypothèse à examiner est celle d'une manipulation de marché. La manipulation est un délit ayant pour objet d'interdire à 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*⁵⁴⁹ ». Ce délit connu comme le délit de « manipulation de cours » sanctionne toute *manœuvre* qui a pour objet d'entraver le fonctionnement d'un marché financier peu importe si elle aboutit effectivement à induire les autres intervenants sur le marché en erreur. La précision de l'élément matériel de l'infraction n'est pas des plus clairs⁵⁵⁰. Tout comportement ayant pour objet d'entraver le fonctionnement d'un marché et qui a pour objet d'induire en erreur peut constituer une manœuvre sanctionnée. Le droit européen est beaucoup plus explicite sur les comportements qui constituent des manipulations. Sous le terme « manipulation de marché » la Directive européenne Abus de marché⁵⁵¹, qui sera remplacée à partir de juillet 2016 par le Règlement relatif aux abus de marché, décrit plusieurs techniques de manipulation⁵⁵². Parmi ces techniques, on trouve celle qui consiste à fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers⁵⁵³. La manipulation qui fixe le cours d'un titre à un niveau artificiel cause un dommage de prise d'une décision non éclairée pour tous les investisseurs qui ont opéré sur le marché dans le sens de la manipulation. La cession du titre après la révélation de la manipulation peut avoir pour conséquence une perte financière qui correspond à ce que nous avons appelé un préjudice financier final.

ii) Diffusion d'informations fausses ou trompeuses

368. La diffusion d'informations fausses ou trompeuses est interdite par le Code monétaire et financier (art. L. 465-2 al. 2) et par la Directive Abus de marché⁵⁵⁴. Le texte du Code monétaire et financier précise qu'il s'agit d'informations sur l'émetteur ou sur ses titres « *de*

⁵⁴⁹ Art. L. 456-2 CMF

⁵⁵⁰ Code des sociétés et des marchés financiers commenté, éd. 2001, commentaire sous l'art. L. 465-2 du CMF

⁵⁵¹ Directive 2003/6/CE

⁵⁵² V. *infra* n°484 et s.

⁵⁵³ Art. 1, paragraphe 2, point a) de la Directive et art. 12, §1, a) ii du Règlement ajoutant l'hypothèse d'une tentative de manipulation

⁵⁵⁴ Art. 1, §2 c) de la Directive et art. art. 12, §1, c) du Règlement

nature à agir sur les cours desdits instruments ou actifs ». Cet impact est généralement constaté par les juges lorsqu'ils doivent statuer sur la commission du délit. Dans l'affaire Sidel⁵⁵⁵, le Tribunal de grande instance de Paris a analysé l'évolution du cours des titres de la société après la diffusion de fausses informations par ses dirigeants. Cet examen a révélé « *trois pics dont les deux plus importants correspondent aux dates « phares » de la communication* », réalisée par le dirigeant. Le Tribunal a relevé que « *les déclarations du dirigeant auraient permis le maintien des cours de l'action à un niveau élevé* ». On voit que l'impact sur le cours des titres suite aux fausses informations a été bien constaté par le Tribunal : « *le cours de l'action SIDEL était ainsi constamment surévalué jusqu'à la fin, le tribunal ne peut qu'en tenir compte dans l'évaluation du préjudice* ». Pourtant, le seul préjudice indemnisé était la perte de chance. De même, dans un arrêt du 2014 la Cour de cassation a relevé⁵⁵⁶ 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...* ».

369. L'impact sur le cours suite à la diffusion de l'information entraîne directement le dommage d'une décision non éclairée lorsque la faute a un impact avéré sur le cours ou la valeur. Cette variation du cours peut causer un préjudice si l'investisseur a acquis ses titres à un cours surévalué (le dommage) et les a cédés à un cours inférieur (le préjudice final).

370. Dans ces deux hypothèses, le préjudice final résultant de la dépréciation de la valeur de l'actif ou d'un titre est subi à cause de l'acquisition préalable à un prix surévalué. À l'heure actuelle, la décision non éclairée basée sur un prix artificiel entraînant un préjudice final est considérée comme une perte de chance de prendre une autre décision plus conforme à ses intérêts. Alors qu'il est évident que sans la faute et l'impact respectif sur le cours l'opération ne serait pas réalisée à un cours artificiel. L'application actuelle de la perte de chance même en constatant l'impact de l'acte dommageable sur le cours ne prend pas un compte la spécificité de la matière financière⁵⁵⁷.

⁵⁵⁵ Tribunal de grande instance de Paris (11e ch. 1) 12 septembre 2006, SIDEL, note J. Daigre, La perte d'une chance d'arbitrer à bon escient l'investissement dans une société cotée, Rev. Sociétés. 2007, p. 102

⁵⁵⁶ Com. 6 mai 2014, n° de pourvoi: 13-17632 13-18473, Publié au bull.

⁵⁵⁷ V. L. Gaudemet, Réparation du préjudice boursier : l'hypothèse d'une politique jurisprudentielle, Bull. Joly Bourse, 1^{er} Juillet 2014, n°7-08, p. 340

- b) Décision non éclairée sur la base d'un comportement induisant l'investisseur en erreur

371. La prise de la décision de l'investisseur peut être l'objet même de l'acte dommageable. C'est l'hypothèse d'un comportement de manipulation de marché qui n'a pas d'effet direct sur le cours d'un titre, mais qui a pour objet d'induire les investisseurs en erreur quant aux conditions du marché⁵⁵⁸. Dans ce cas, la décision d'investissement de l'investisseur est provoquée. En quelque sorte, il s'agit d'un dol financier. Le dommage (la prise de la décision) constitue l'objet même du comportement dommageable. Le préjudice sera dû à la prise d'une décision d'investissement sur une fausse base. Le préjudice résulte de la dépréciation des titres même si la décision n'est pas fondée sur un prix artificiel, mais sur la base des *conditions de marché faussées*. En effet, l'action sur le cours n'est qu'indirecte – par exemple en faisant croire que le marché est liquide on pourrait modifier le cours d'un titre. Ainsi, la décision d'investissement provoquée entraîne-t-elle le préjudice financier final.

- c) Décision non éclairée sur la base d'un mauvais conseil

372. La décision non éclairée expose l'investisseur au préjudice financier final lorsque l'opération d'investissement conseillée ne correspond pas à sa situation personnelle. En d'autres termes cette opération ne devrait pas normalement avoir lieu, mais le conseil fourni l'a provoquée. À ce titre, il ne faut pas confondre l'obligation d'information et l'obligation de mise en garde avec l'obligation de conseil. En matière financière, la distinction est indispensable. Premièrement, les obligations d'information ou de mise en garde donnent lieu à un préjudice différent que celui qui résulte de l'inexécution d'une obligation de conseil (i). Deuxièmement, la distinction est rendue nécessaire après la transposition de la directive MIF qui attache l'obligation de conseil à deux services financiers en particulier (ii). Enfin, il faut savoir comment distinguer le service de conseil en investissement des autres services (iii).

⁵⁵⁸ V. sur la manipulation de marché *infra* n° 460

i) *Différence de préjudice résultant des obligations d'information, de mise en garde et de conseil*

373. Les manquements aux obligations d'information, de mise en garde et de conseil donnent lieu au même dommage – c'est la prise d'une décision non éclairée. Cependant, le préjudice qui en résulte n'est pas le même.

374. Les omissions d'informations ou de mise en garde ne permettent pas à l'investisseur de comprendre les caractéristiques d'un investissement et le risque pris. Dans ces hypothèses le dommage consistant en la prise d'une décision non éclairée n'aboutit pas en principe au préjudice final qui naît de la dépréciation de la valeur d'un titre. On peut constater que l'absence d'information ou de mise en garde n'a pas d'impact sur la perte. En fait, ce n'est pas parce que l'investisseur n'est pas informé ou mis en garde que le cours des titres qu'il détient baisse de valeur.

375. Lorsque le prestataire n'adapte pas le service proposé à la situation personnelle du client, il l'expose au risque de perte. Cette hypothèse ressemble beaucoup à la notion jurisprudentielle d'exposition à un risque. La fourniture d'un conseil inadapté aboutit aussi au dommage de prise d'une décision non éclairée. Mais à la différence des obligations d'information et de mise en garde, le dommage causé par le mauvais conseil peut être relié au préjudice final. Le conseil a entraîné directement la prise de la décision d'investir : le préjudice né de la dépréciation n'aurait pas eu lieu si le conseil n'avait pas été donné. Le conseil n'a pas d'impact sur la valeur, mais il a un impact direct sur la décision de l'investisseur. Par conséquent, il est possible d'imputer le préjudice final directement à la faute. L'absence d'impact de la faute sur le cours sera prise en compte au moment de l'évaluation du préjudice. Celui-ci sera calculé différemment du préjudice causé par une faute ayant un impact sur le cours d'un titre⁵⁵⁹.

376. On peut constater que le lien causal entre la faute et le dommage est évident. Il est ainsi car même si la décision d'investissement s'interpose entre la faute et le préjudice, celle-ci intervient à cause de la faute (le mauvais conseil). Le lien entre le dommage et le préjudice peut être établi aussi si le conseil augmente le risque de perte. Or, la réalisation de ce risque doit donner lieu à une indemnisation intégrale de la perte.

⁵⁵⁹ V. *infra* n°884

377. L'autre différence avec les obligations d'information et de mise en garde avec l'obligation de conseil tient au fait que la faute peut être constituée par un acte positif et non pas par une simple omission. En l'absence de l'acte positif, l'investisseur n'aurait pas investi alors qu'en cas d'absence de mise en garde ou de fourniture d'information il n'est pas certain que l'investisseur n'aurait pas agi de la même manière en connaissance de cause.

378. La différence fondamentale se trouve dans la possibilité d'appliquer la notion d'exposition à un risque même lorsqu'il y a une omission du conseil. Lorsque la faute du responsable expose la victime à un risque⁵⁶⁰, la réalisation de ce risque justifie l'indemnisation intégrale du préjudice. Dans cette hypothèse l'application de la perte de chance n'est pas adaptée, car il est possible d'établir un lien causal entre la faute et le préjudice subi. Force est de constater que la jurisprudence a écarté l'application de la perte de chance en cas d'un mauvais conseil fiscal ayant exposé le contribuable à un redressement⁵⁶¹. À notre avis cette solution est transposable en matière de mauvais conseil en investissement. Un conseil inadapté à la situation personnelle de l'investisseur l'expose à un risque de perte. La perte qui en résultera résulte directement de la réalisation du risque. Il est alors inconcevable d'appliquer la perte de chance puisqu'il n'existe pas de doute sur le lien causalité. Se poser la même question qu'en matière d'absence de mise en garde, à savoir, quel aurait été le comportement de la victime si elle savait que l'investissement ne correspondait pas à ses besoins d'investissement, serait illogique et pour le moins injuste. Un mauvais conseil ou l'absence de conseil expose la victime de manière directe à un risque de perte.

379. Pour la jurisprudence actuelle la violation de l'obligation de conseil en matière financière est sanctionnée de la même manière que le manquement à l'obligation d'information et de mise en garde. Dans un arrêt du 4 février 2014 la Cour de cassation a jugé que le manquement d'une société de bourse à ses obligations d'information, de mise en garde et de conseil prive son client seulement d'une chance de mieux investir ses capitaux. En l'espèce, suite à des pertes subies le client cherche à engager la responsabilité de la banque (société de bourse à l'époque) pour manquement à ses obligations de conseil, d'information et de mise en garde. Le client invoque comme fondements de son action les trois obligations et la première cour d'appel saisie lui reproche l'impossibilité de déterminer « *opération par opération, le défaut de conseil ou d'information ou de mise en garde de la société de bourse*⁵⁶² » et le déboute de

⁵⁶⁰ *Supra* n°257 et s.

⁵⁶¹ *Id.*

⁵⁶² Com. 22 mars 2011, n° de pourvoi: 10-13727, publié au Bull.

son action. La cour d'appel reproche à juste titre l'indétermination du manquement exact commis par la banque. En l'espèce l'investisseur a passé un premier contrat d'ouverture d'un compte-titres suivi d'un deuxième contrat dont l'objet était de conseiller l'investisseur dans le choix de ses investissements. Il n'est pas très clair si la banque a vraiment manqué à son obligation de conseil ou elle n'a pas juste mis l'investisseur en garde sur les risques existants. Ce qui a été bien constaté par la cour d'appel. La Cour de cassation casse cette décision pour une question de preuve. La Cour a jugé qu'il appartient à celui qui invoque l'exécution de l'obligation de conseil de *« de rapporter la preuve de l'exécution de cette obligation »*. Ce rapprochement avec l'obligation d'information sur le terrain de la preuve⁵⁶³ n'a rien d'étonnant. Il est justifié par la volonté d'améliorer la situation des créanciers d'obligation d'informations, de mise en garde et de conseil. En fait, une preuve négative est très difficile à rapporter. La seconde cour d'appel, saisie après cassation, accorde une indemnisation égale à la totalité des pertes même si elle a qualifié les manquements aux obligations de conseil et de mise en garde comme une perte de chance : *« le préjudice causé à l'investisseur du fait du manquement de cette société à ses obligations d'information, de mise en garde et de conseil s'analyse, d'un certain point de vue, en une perte de chance de ne pas initier d'opérations sur le marché à terme et d'échapper ainsi au risque de pertes inhérent au placement d'actifs sur le marché boursier »*⁵⁶⁴. La cour d'appel a indemnisé intégralement l'investisseur en justifiant sa décision sur la qualité de l'investisseur qui n'était pas un investisseur avisé et il n'avait pas donc les connaissances spécifiques pour agir sur le marché à terme. Selon la cour d'appel les pertes n'étaient pas en quelque sorte affectées d'un aléa du fait de l'ignorance de l'investisseur. Assez logiquement cette solution est cassée. La qualification du préjudice comme une perte de chance ne permet pas une indemnisation intégrale. La volonté de protéger l'investisseur est louable, mais la qualité de l'investisseur ne peut pas servir de mesure du montant de l'indemnisation. Cependant, l'obligation de conseil doit être bien distinguée des obligations de mise en garde et d'informations.

380. Il est possible d'éviter à la fois l'injustice liée à la limitation de l'indemnisation et d'établir un préjudice certain en recourant à la notion d'exposition à un risque. A cette fin, il faut distinguer l'obligation de conseil, seule permettant cette application, des obligations d'information et de mise en garde.

⁵⁶³ C'est d'une jurisprudence constante en matière d'obligation d'information que c'est celui qui est tenu d'une obligation d'information de rapporter la preuve de l'exécution de son obligation – Civ. 1^{ère}, 25 février 1997 n° de pourvoi: 94-19685, Publié au bulletin

⁵⁶⁴ Com. 4 février 2014, n°10-13.727, déjà cité

Cette distinction est commandée aussi par la transposition de la Directive MIF. En effet, dans la Directive l'obligation de conseil est attachée à deux services d'investissement en particulier.

ii) *Les distinctions opérées par la directive MIF*

381. Les obligations d'information, de mise en garde et de conseil, issues de la Directive MIF, ont une intensité différente suivant la qualité de l'investisseur et la nature du service fourni. L'obligation de fournir un *conseil adapté aux objectifs d'investissement* de l'investisseur est attachée à deux services seulement : le conseil en investissement et la gestion pour le compte de tiers. Le prestataire de services d'investissement (PSI) doit procéder pour la fourniture de ces deux services au *test du caractère adapté*. Ainsi, l'exigence d'exécuter ce test nécessite-t-elle de bien distinguer la fourniture de conseil en investissement d'autres services qui ne nécessitent que la simple fourniture d'information de manière générale et une mise en garde.

382. L'entrée en relation avec le client est accompagnée d'un certain nombre d'informations. Aux termes de l'article L. 533-12⁵⁶⁵ du Code monétaire et financier « *Les prestataires de services d'investissement communiquent à leurs clients, notamment leurs clients potentiels, les informations leur permettant raisonnablement de comprendre la nature du service d'investissement et du type spécifique d'instrument financier proposé ainsi que les risques y afférents, afin que les clients soient en mesure de prendre leurs décisions d'investissement en connaissance de cause* ».

383. Lorsque le prestataire livre le service de conseil en investissement ou la gestion pour le compte de tiers, il doit procéder au *test du caractère adapté* de l'investissement proposé⁵⁶⁶. Si en revanche, il s'agit d'un service de réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers et d'exécution d'ordres pour le compte de tiers, le prestataire doit effectuer un *test du caractère approprié* du service d'investissement ou de l'instrument financier proposé ou demandé⁵⁶⁷. En vertu de l'article L. 533-12 du Code monétaire et financier, l'obligation d'information et l'obligation de mise en garde doivent être fournis aux clients potentiels. Le Règlement général de l'AMF précise que les prestataires fournissent au « *client une description générale de la nature et des risques des instruments financiers en tenant compte*

⁵⁶⁵ Cet article transpose l'art. 19, point 3 de la Directive 2004/39/CE (MIF)

⁵⁶⁶ Art. L.533-13, I du CMF

⁵⁶⁷ Art. L.533-13, II du CMF

notamment de sa catégorisation en tant que client non professionnel ou client professionnel⁵⁶⁸ ». Les informations sur les caractéristiques du produit et les risques qu'ils engendrent sont adaptées à la qualité de l'investisseur. Il faut déterminer s'il s'agit d'un client professionnel ou non. En ce qui concerne plus spécifiquement l'obligation de conseil, son intensité est déterminée en fonction du service fourni. Le PSI doit procéder au test du caractère adapté pour le service de conseil en investissement et la gestion pour le compte de tiers et au test du caractère approprié pour les services de réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers et d'exécution d'ordres pour le compte de tiers.

384. Toutes les trois obligations ont le même objet : permettre la prise d'une décision en pleine connaissance de cause. Elles se distinguent par leur intensité. Tandis que les obligations d'information et de mise en garde ont pour objet d'informer une personne sur les conditions générales d'un service ou d'un produit des risques existants, l'obligation de conseil porte sur l'opportunité de l'opération projetée au regard de la situation personnelle de l'investisseur⁵⁶⁹.

385. La terminologie utilisée par la Directive MIF 1 à l'article 19 et les textes de transposition en droit français⁵⁷⁰ ne permettent pas de distinguer très clairement l'obligation « *évaluation de l'adéquation* » attachée au conseil en investissement et à la gestion de portefeuille pour le compte d'autrui de l'obligation de voir si le service présente un « *caractère approprié* » pour le client s'agissant des autres services d'investissement. Le mot « adéquation » est défini dans le dictionnaire Larousse comme la « *conformité à l'objet, au but qu'on se propose* ». L'un des synonymes est le mot « convenance » qui est défini comme la qualité de ce qui convient, est approprié. Le mot « approprié », employé pour désigner le caractère que doit présenter le service autre que le conseil en investissement et la gestion de portefeuille pour le compte d'autrui renvoie à l'idée d'adapter quelque chose à un emploi, à une destination. Au premier abord, les deux obligations consistent à adapter le service aux besoins du client. Cependant, l'adéquation ramène à la question de savoir quel est le but que l'on se propose. Cette distinction apparaît lorsque l'on examine les informations que le prestataire doit s'acquérir auprès de l'investisseur.

386. Le test du caractère adapté exige une analyse des objectifs poursuivis par l'investisseur et de sa situation financière. Par conséquent, le conseil ou la gestion de portefeuille doivent être

⁵⁶⁸ Art. 314-33 du RG AMF

⁵⁶⁹ V. M Storck, RTD. com. 2008, 592, note sous Com. 8 avril 2008, n° 07-13013

⁵⁷⁰ Art. L. 533-13 I et II du CMF

adaptés aux objectifs d'investissement. En outre, la Directive MIF 2 exige que le prestataire adapte le service fourni à la tolérance personnelle de risque de chaque investisseur⁵⁷¹.

387. Les autres services financiers exigent l'exécution d'un test du caractère approprié. En d'autres termes, le service doit convenir au client⁵⁷². Savoir ce qui est exigé sous le terme de caractère approprié (*appropriateness*) nécessite aussi de regarder les informations requises. Afin de satisfaire à cette obligation le prestataire doit vérifier « *si ce client possède le niveau d'expérience et de connaissance requis pour appréhender les risques inhérents au produit ou au service d'investissement proposé ou demandé*⁵⁷³ ». Il faut ajouter une série d'informations, que le prestataire doit recueillir, communes avec le test d'adéquation⁵⁷⁴ :

1. *Les types de services, de transactions et d'instruments financiers qui sont familiers au client;*
2. *La nature, le volume et la fréquence des transactions sur instruments financiers réalisées par le client, ainsi que l'étendue de la période durant laquelle ces transactions ont eu lieu;*
3. *Le niveau d'éducation et la profession ou, si elle est pertinente, l'ancienne profession du client ou client potentiel.*

388. On constate que le test du caractère approprié n'exige pas de recueillir des informations concernant les objectifs d'investissement et la situation financière de l'investisseur. Le prestataire doit juste vérifier que le fonctionnement et le risque engendré par les instruments financiers peuvent être compris. Dans le cadre de ce test le prestataire donne des informations objectives sur les inconvénients de l'investissement (les risques encourus).

389. La différence d'intensité des deux tests se révèle aussi à l'examen de la conséquence d'absence d'informations de la part des clients. Alors que, l'absence de communication des informations requises pour le test du caractère adapté, oblige les prestataires à s'abstenir de recommander des instruments financiers⁵⁷⁵, l'absence d'informations pour effectuer le test du caractère approprié oblige le prestataire juste d'avertir son client sur le caractère

⁵⁷¹ Art. 25, §2

⁵⁷² Art. 19, §5 Directive MIF 1, art. 25, §3 de la Directive MIF 2

⁵⁷³ Art. 36 de la Directive d'application 2006/73/CE

⁵⁷⁴ Art. 37 de la Directive d'application 2006/73/CE, transposé à l'art. 314-51 du RG AMF

⁵⁷⁵ Art. L. 533-13, I, al. 2 du CMF : « *Lorsque les clients, notamment les clients potentiels, ne communiquent pas les informations requises, les prestataires s'abstiennent de leur recommander des instruments financiers ou de leur fournir le service de gestion de portefeuille pour compte de tiers.* »

potentiellement inapproprié de l'instrument choisi⁵⁷⁶. Le prestataire peut par conséquent exécuter le service voulu par le client même s'il est inapproprié à condition de l'informer.

390. Finalement, s'agissant des services, autres que le conseil en investissement et la gestion pour le compte de tiers, le prestataire doit adapter l'instrument financier non pas à un objectif d'investissement, mais à un risque maîtrisé. De même, il ne s'agit pas de voir si le client peut supporter un risque donné puisque le prestataire n'est pas censé obtenir des informations relatives à la situation financière du client. Toutefois, il est vrai que l'information sur la profession du client puisse orienter le prestataire. L'obligation du prestataire s'agissant des services de réception et de transmission d'ordres peut être qualifiée comme une *mise en garde renforcée*. Mais cela ne reste qu'une obligation de mise en garde compte tenu que le prestataire n'adapte pas le service à un objectif particulier et doit juste savoir si l'investisseur comprend le risque associé au service en cause. Cette obligation de mise en garde est renforcée parce que le prestataire ne doit pas se contenter d'informer l'investisseur des risques existants, mais comme on vient de le voir il doit s'assurer en fonction des connaissances de l'investisseur, des opérations qu'il a déjà réalisées et de sa profession, qu'il peut comprendre les risques des services qu'il souhaite réaliser. Il faut préciser que s'agissant de clients professionnels la connaissance du risque est présumée⁵⁷⁷.

391. Dans le cadre du test du caractère approprié, l'investisseur peut décider de prendre un risque, puisque même mis correctement en garde il peut passer un ordre qui ne convient pas à sa situation personnelle. Lorsque le prestataire manque à son obligation d'information et de mise en garde renforcée, l'investisseur est privé de moyens d'éviter le risque qui peut se produire. En outre, il ne sera pas préparé à assumer le risque encouru. Toute autre est la situation de l'investisseur lorsque le prestataire doit effectuer le test du caractère adapté. Cette situation ressemble à celle, déjà examinée d'exposition à un risque : l'inadaptation du conseil à la situation personnelle de l'investisseur l'expose au risque de subir des pertes financières.

392. La différence entre les deux tests se manifeste encore par rapport à la possibilité d'écarter l'application de la protection de l'investisseur en cas d'exécution d'ordres de produits non complexes. À la différence du test du caractère adapté qui doit être toujours exécuté, le test du caractère approprié peut être écarté lorsqu'il s'agit d'exécution de produits

⁵⁷⁶ Art. 533-13, II, al. 2 du CMF : « Lorsque les clients, notamment les clients potentiels, ne communiquent pas les informations nécessaires ou lorsque les prestataires estiment, sur la base des informations fournies, que le service ou l'instrument ne sont pas adaptés, les prestataires mettent en garde ces clients, préalablement à la fourniture du service dont il s'agit. »

⁵⁷⁷ Art. 314-54 du RG AMF

non complexes (*execution only*). La complexité d'un produit ne résulte pas du risque qu'il représente, mais de l'intelligibilité possible pour un investisseur non professionnel. Ainsi, la Directive MIF 1 a exclu de la catégorie des produits non complexes tous les instruments financiers dérivés⁵⁷⁸. Cette exemption d'évaluer les connaissances de l'investisseur en matière de risque des services financiers est soumise à plusieurs conditions : il doit s'agir d'un produit non complexe, l'investisseur doit être à l'origine de l'opération⁵⁷⁹, il est averti de l'absence de protection et enfin le prestataire respecte la réglementation en matière de conflits d'intérêts. Le domaine des produits complexes a été élargi par la Directive MIF 2. La nouvelle Directive MIF a exclu du domaine de l'exécution simple les ordres accompagnés d'octroi de crédit et d'autorisation de découvert sans limites⁵⁸⁰. En outre, la Directive MIF 2 a inclus dans la catégorie des instruments complexes les parts d'organismes de placement collectifs à formules ou les OPCVM structurés⁵⁸¹. Pour ces produits complexes il faut procéder au test du caractère approprié de l'ordre⁵⁸².

393. Il faut préciser que l'exécution simple permet seulement à ne pas procéder au test du caractère approprié. Ce qui n'écartera pas l'application des obligations d'informations générales et le principe général d'agir de manière honnête, équitable et professionnelle⁵⁸³. Aux termes du paragraphe 3 de l'art 19 de la Directive MIF 1⁵⁸⁴, le PSI doit toujours informer les investisseurs sur les instruments financiers et les stratégies d'investissement proposées, les frais d'exécution et les risques inhérents à l'investissement dans ces instruments. Ce sont des informations objectives qui sont fournies au client en fonction de la catégorie à laquelle il appartient. Cependant, le prestataire ne s'acquiert pas d'informations lui permettant de vérifier si le client a la capacité de les appréhender.

394. Au regard de la réglementation examinée on s'aperçoit qu'il existe une protection à trois niveaux suivant le service en cause. En outre, il ne faut pas oublier que les obligations d'information et de mise en garde sont exécutées de manière proportionnelle c'est-à-dire en

⁵⁷⁸ V. art. 19, point 6 de la Directive MIF 1 et l'art. 38 de la Directive d'application 2006/73/CE DE

⁵⁷⁹ Suivant le considérant n° 30 de la Directive MIF 1 un service devrait être considéré comme fourni à l'initiative d'un client si sa demande ne fait pas suite d'une communication personnalisée. Tel n'est pas le cas si sa demande est transmise au prestataire à la suite d'une communication contenant une promotion ou une offre ayant un caractère général et qui s'adresse au public ou à un groupe de clients. En d'autres termes, l'investisseur ne doit pas passer son ordre suite d'un démarchage.

⁵⁸⁰ Art. 25, § 4 Directive MIF 2

⁵⁸¹ Définis à l'art. 36, paragraphe 1, deuxième alinéa, du Règlement n° 583/2010

⁵⁸² Les détails concernant le caractère complexe des produits financiers seront précisés par l'ESMA dans ses Binding Technical Standards. Il faut attendre pour voir comment L'ESMA va modifier les standards adoptés dans l'art. 38 de la Directive d'application 2006/73/CE.

⁵⁸³ Voir CESR/10-860, p. 3

⁵⁸⁴ Art. 24 de la nouvelle Directive MIF 2

fonction de la catégorie à laquelle le client appartient et la nature de l'instrument financier qui est en cause.

Service de conseil en investissement/ gestion pour le compte de tiers	Services de réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers et d'exécution d'ordres pour le compte de tiers	Exécution seule de produits non complexes
- Obligation de loyauté et de diligence - Obligation d'information sur les instruments proposés, les risques afférents et les frais - Test du caractère adapté	- Obligation de loyauté et de diligence - Obligation d'information sur les instruments proposés, les risques afférents et les frais - Test du caractère approprié	- Obligation de loyauté et de diligence - Obligation d'information sur les instruments proposés, les risques afférents et les frais

395. Lorsqu'on invoque un manquement au test du caractère adapté (conseil en investissement, gestion de portefeuille pour autrui) il faut voir si le prestataire a manqué à son obligation d'adapter l'opération aux objectives du client et à sa situation financière. Si tel est le cas le manquement a exposé l'investisseur à un risque de perte. En cas de réalisation de ce risque, l'investisseur doit être intégralement indemnisé. Sinon l'objet même du conseil en investissement sera vidé de sa substance étant donné que l'objet du conseil c'est d'adapter l'investissement proposé à la situation personnelle de l'investisseur.

396. Par conséquent, depuis la transposition de la Directive MIF il faut distinguer les différentes obligations ayant pour objet la protection de l'investisseur et leur intensité et notamment il faut distinguer l'obligation de conseil en tant que service d'investissement des autres services ne donnant pas lieu au test du caractère adapté. L'enjeu a été déjà examiné : l'inexécution de l'obligation du conseil doit donner lieu à l'indemnisation intégrale de la perte.

397. Si l'inexécution du service de conseil permet de lier le dommage à l'intégrité des pertes, il faut déterminer comment distinguer l'obligation de conseil des obligations d'information et de mise en garde. Théoriquement, la distinction est évidente. En pratique le conseil peut consister en dissuader un investisseur à passer d'une opération donnée en raison des risques qu'elle présente⁵⁸⁵ ce qui rend les frontières avec la mise en garde assez floues. Certains auteurs contestent l'incidence de l'intensité de l'obligation sur les conséquences de l'inexécution de l'obligation⁵⁸⁶ et considèrent que l'inexécution des trois obligations doit donner lieu à une indemnisation intégrale⁵⁸⁷.

398. Depuis la transposition de la Directive MIF, il faut raisonner en fonction du type de service financier donné. On constate que les services de conseil en investissement et de gestion pour le compte de tiers exigent de fournir *un conseil* adapté aux objectifs d'investissement. Le manquement à cette obligation exposera l'investisseur à un risque de perte dont la réalisation doit donner lieu à une indemnisation intégrale. Nous ne pouvons pas dire de même pour les obligations d'information et de mise en garde car le dommage qu'elles causent n'a pas de lien causal avec le préjudice financier final.

iii) Qualification du service comme un conseil en investissement

399. Afin de savoir si le prestataire doit procéder au test d'évaluation du caractère approprié, il faut qualifier au préalable le service comme un conseil en investissement. Le Comité des régulateurs des marchés européens des valeurs mobilières (CERVM, dit CESR en anglais)⁵⁸⁸ a fixé les critères permettant de distinguer le conseil en investissement des autres services et obligations issues de la Directive MIF.

400. Après une consultation publique⁵⁸⁹, le CESR a rendu une position sur la question de savoir comment faire la différence entre l'obligation d'information et l'obligation de

⁵⁸⁵ V. G. Chacornac, Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers, préf. F. Drummond, Dalloz 2014, n° 408

⁵⁸⁶ *Id.*, n° 407

⁵⁸⁷ *Ibid.* n° 413 et s.

⁵⁸⁸ Le Comité des régulateurs des marchés européens des valeurs mobilières (CESR) a joué un rôle important en matière de transposition de la législation communautaire dans les États membres (site de la communauté européenne http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-01-213_fr.htm?locale=fr). Il a été remplacé par l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA).

⁵⁸⁹ V. la consultation publique intitulée « Comprendre la définition de la notion de conseil aux termes de la Directive MIF » (Réf. CESR/09-665).

conseil⁵⁹⁰. À partir de la définition du service de conseil en investissement de la Directive MIF⁵⁹¹, CESR a élaboré un test sous forme de cinq questions permettant de qualifier un service comme un conseil en investissement⁵⁹² :

1. La première question est celle de savoir s'il s'agit d'une recommandation ;
2. Si oui, il faut savoir si elle est en relation avec une opération portant sur l'achat ou la vente d'instruments financiers ;
3. Si oui, est-elle **présentée** comme appropriée pour le client **et/ou** adaptée à sa situation⁵⁹³ ;
4. Est-ce que le service est proposé par les canaux de commercialisation ;
5. Est-ce que l'offre est faite à un client potentiel ou un à un agent d'un client potentiel.

Si le service répond de manière positive à toutes les cinq questions cumulativement il s'agit d'un conseil en investissement.

401. La première question permet de distinguer le conseil en investissement de l'obligation d'information. L'obligation d'information a pour objet de délivrer des informations objectives, alors que la fourniture d'un conseil exige un avis de la part du prestataire sur la pertinence d'une opération donnée. L'obligation d'information permet à l'investisseur à faire son propre choix en connaissance de cause. À la différence, le conseil en investissement a pour objet de recommander une opération financière ou d'élaborer un montage adapté à la situation personnelle du client. Le conseil détermine directement le choix de l'investisseur. En définitive, lorsqu'un prestataire émet un avis sur la pertinence et le caractère approprié d'une opération pour le client il s'agit d'un conseil en investissement.

402. La deuxième et la cinquième question permettent de distinguer le conseil en investissement des services auxiliaires, énumérés à l'Annexe I, Section B comme par exemple le conseil aux entreprises en matière de structure du capital ou de stratégie industrielle⁵⁹⁴. Ces services ne sont pas soumis au test du caractère approprié. Cependant, ils doivent être exécutés de manière « honnête, équitable et professionnelle »⁵⁹⁵.

⁵⁹⁰ CESR/10-293 du 19 avril 2010

⁵⁹¹ Le conseil en investissement désigne la fourniture de recommandations personnalisées à un client, soit à sa demande soit à l'initiative de l'entreprise d'investissement, en ce qui concerne une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers (Article 4(4) de la Directive MIF)

⁵⁹² *Idem*, p.6

⁵⁹³ Voir CESR/10-294 du 19 avril 2010 Feedback Statement répondant à des questions relatives à l'application de la Directive MIF, p.3

⁵⁹⁴ Annexe, Section B, point 3 de la Directive MIF

⁵⁹⁵ CESR/10-293, p.15

403. Enfin, les questions trois et quatre permettent de distinguer le conseil en investissement d'une recommandation générale. Le CESR qualifie la recommandation générale comme une recommandation adressée au public sans avoir un destinataire particulier⁵⁹⁶. Tel est le cas des commentaires des analystes financiers dans la presse. Par hypothèse, les recommandations envoyées par voie de la presse ne sont pas adaptées à la situation d'un investisseur en particulier.

404. A partir du test élaboré par le CESR, on peut ressortir deux éléments permettant de qualifier une recommandation comme personnelle et par conséquent comme un conseil en investissement : d'une part il doit s'agir d'une recommandation présentée comme adaptée à la situation personnelle du client et d'autre part il ne doit pas s'agir d'une recommandation envoyée à plusieurs personnes par des moyens d'information de masse tel que internet. Le CESR a précisé que la qualification est exclue lorsqu'une personne normale placée dans la même situation pourrait reconnaître que la recommandation n'est pas personnelle⁵⁹⁷, mais par exemple une publicité. Cependant, peu importe la dénomination donnée par le prestataire. Le CESR considère que les prestataires doivent assumer leur part de responsabilité lorsqu'ils fournissent un conseil en investissement même s'ils ne le définissent pas comme tel⁵⁹⁸.

Ayant envisagé les décisions d'investissement susceptible de donner lieu à un préjudice financier final, nous allons aborder à présent les décisions n'exposant pas cette fois au préjudice financier final.

2. Décision n'exposant pas au préjudice financier final

405. Il est possible d'identifier deux cas de figure où le dommage est certain, mais n'expose pas l'investisseur au préjudice financier *final*. Tel est le cas dans les hypothèses de manquement à une obligation d'information ou de mise en garde (a) et en cas d'achat de titres non suivi d'une cession (b).

⁵⁹⁶ *Idem*, p. 10

⁵⁹⁷ CESR/10-294, p.3 et 5

⁵⁹⁸ CESR/10-294, p. 6

a) Le manquement à une obligation d'information ou de mise en garde

406. Nous avons déjà envisagé la situation dans laquelle le dommage causé ne conduit pas au préjudice final. L'hypothèse est la suivante : un investisseur décide d'investir dans des instruments financiers dont il ne comprend pas le fonctionnement sans être préalablement informé. Son dommage est évident puisqu'il a pris une décision non éclairée. Cependant, la perte financière qui résultera éventuellement de cet investissement ne sera pas causée par la prise de la décision, mais sera due à la baisse de la valeur des instruments acquis.

407. L'un des terrains de prédilection de la perte de chance est le manquement à une obligation d'information ou de mise en garde. En matière financière le manquement à une obligation d'information ou de mise en garde n'expose pas l'investisseur au préjudice financier final. La même situation peut être constatée en matière de manquement à une obligation de mise en garde. La dévalorisation des titres est indépendante de l'ignorance des risques existants. Pourtant, par souci de simplicité la jurisprudence applique la perte de chance. Comme nous l'avons examiné la perte de chance permet de pallier l'incertitude de l'existence du lien de causalité lorsque l'origine du préjudice reste inconnue. En matière financière cette application est inadaptée car il est certain que l'omission d'une information ou de mise en garde est insusceptible d'entraîner la variation de la valeur.

408. Pour autant, nous n'excluons pas l'hypothèse d'un préjudice subi par l'investisseur. Ce préjudice peut être analysé comme **un préjudice d'impréparation au risque qui se produit**. Ce sera une sorte de préjudice moral. Ce préjudice ne sera pas déduit du seul fait de la commission de la faute. Le juge doit évaluer l'atteinte. Il n'est pas judicieux reconnaître un droit subjectif à l'information afin de laisser au juge la faculté d'écarter toute indemnisation lorsqu'il considère que l'investisseur n'a pas subi de préjudice. En effet, si on reconnaît un droit subjectif, toutes les fois où l'information est omise, l'investisseur recevra une indemnisation.

409. M. Chacornac considère dans sa thèse que le manquement à une obligation d'information, de mise en garde et de conseil doit être sanctionné de la même manière et il faut accorder une indemnisation totale des pertes subies⁵⁹⁹. L'auteur invoque trois raisons qui militent en faveur d'une indemnisation totale⁶⁰⁰. La première résulte de l'existence d'un

⁵⁹⁹ J. Chacornac, op. cité, n°406 et s. Cependant l'auteur ne considère pas qu'il faut accorder la même faveur en cas de délit de manipulation de marché, n° 886 et s.

⁶⁰⁰ *Id.* n° 412

dispositif légal d'obligations d'information. La deuxième tient au fait du monopole des PSI pour l'exercice des services d'investissement. Enfin, la dernière tient au fait que le prestataire a un pouvoir de décision s'agissant de la catégorisation des clients qui conditionne l'étendue de son obligation d'information. La volonté de protéger la prise de la décision de l'investisseur est louable, mais les raisons invoquées ne permettent pas d'ignorer l'absence d'un lien causal entre la décision et les pertes financières. D'abord, ni le dispositif légal en matière d'obligation d'informations et de mise en garde ni le monopole, n'expliquent pas pourquoi l'investisseur doit être indemnisé au-delà de son préjudice réellement subi. En ce qui concerne la dernière raison invoquée, fondée sur la catégorisation des clients, elle n'explique pas non plus pourquoi on peut aller au-delà du préjudice subi. La décision de catégorisation des clients ne résulte pas d'un pouvoir de décision du prestataire, il s'agit d'une obligation légale. En effet, les critères de catégorisation des clients sont déterminés par la réglementation⁶⁰¹. Le client lui-même peut décider de changer de catégorie et refuser ainsi l'application de la protection légale. A notre avis les trois raisons invoquées ne permettent pas de justifier l'indemnisation totale dans les trois hypothèses.

410. Nous avons déjà examiné le cas du manquement à l'obligation de conseil qui expose l'investisseur à un risque et qui mérite une indemnisation totale si le risque se réalise. Dans le cas d'une obligation de conseil, la décision d'investissement est prise à cause du mauvais conseil. Et c'est parce que le conseil n'est pas adapté que la perte est subie. Les manquements à l'obligation d'informations et de mise en garde même s'ils causent un dommage n'entraînent pas le préjudice final résultant de la dépréciation des titres.

411. Concernant les obligations d'information et de mise en garde, nous avons déjà mentionné que le préjudice peut être situé ailleurs. Comme on l'a déjà examiné, on peut considérer que l'absence d'informations sur les caractéristiques d'un produit financier ou sur le risque existant peut causer un préjudice moral – ce sera l'*impréparation* au résultat final.

412. Le dommage causé par le manquement à une obligation d'information/mise en garde peut conduire aussi à un préjudice plus important que le préjudice d'impréparation. Ce préjudice subi peut être désigné comme une décision non conforme aux intérêts de l'investisseur afin de le différencier avec le préjudice financier final. On se rapproche de la situation d'une exposition à un risque. Cependant, ici la preuve du lien de causalité est particulièrement difficile à rapporter. Dans notre hypothèse, pour indemniser l'intégralité du

⁶⁰¹ V. l'art. D. 533-11 du CMF

préjudice, il faut arriver à prouver que si l'investisseur était correctement informé ou mis en garde, il aurait *nécessairement* refusé de passer l'opération qui s'est avérée contraire à ses intérêts.

413. Or, c'est l'impossibilité de prévoir l'attitude de l'investisseur qui a fondé l'application de la perte de chance en matière de manquement à une obligation d'information et de mise en garde. Nous avons déjà longuement discuté sur le fait que la chance ne doit pas consister en la volonté d'une personne.

414. Pour certains auteurs la difficulté sur l'établissement de la preuve du comportement de la victime peut être surmontée par le recours à une présomption⁶⁰² - l'absence d'information sur les risques auxquels l'investisseur s'expose se trouve à « *l'origine d'une opération dont il n'a pas accepté les conséquences préjudiciables*⁶⁰³ ». L'auteur réserve la présomption du lien entre le manquement à l'obligation du prestataire et la prise de la décision aux manquements à l'obligation de conseil et de mise en garde des prestataires de services d'investissement avec la possibilité pour les derniers de pouvoir renverser la présomption⁶⁰⁴.

415. Il est possible de recourir à une présomption, mais ce recours doit être réservé aux cas dans lesquels l'influence de l'information sur la prise de la décision d'investissement reste très probable. À ce titre, la présomption doit couvrir les omissions d'informations importantes. Par exemple, l'omission de procéder au test du caractère approprié lorsque le risque de perte excède le capital initial investi. A notre avis, cette présomption doit résulter d'un choix législatif.

b) Acquisition de titres à la suite de diffusion de fausses informations non suivie de cession

416. La question qui se pose est de savoir si l'investisseur qui a acquis ses titres après la diffusion de fausses informations et qui les a conservés après la rectification de l'information peut invoquer une perte financière. On peut lui opposer deux arguments principaux : d'une part, on peut invoquer le fait qu'il a une certaine confiance dans la société, car il n'a pas cédé ses titres, et d'autre part, l'absence de cession ne permet pas de constater une moins-value.

⁶⁰² G. Chacornac, op. cité, n°414 et s.

⁶⁰³ *Id.*, n° 415

⁶⁰⁴ *Ibid.*, n°418

417. Cependant, son préjudice n'est pas constitué par une moins-value, mais par la situation dans laquelle il se trouve suite à l'acquisition. Il ne faut pas oublier qu'il subit un dommage (décision d'acquisition non éclairée) et qu'en outre il a acheté les titres à un cours surévalué. L'absence de cession ne permet pas une indemnisation au titre d'un préjudice financier final. En revanche, sa situation peut être analysée comme un cas *d'exposition à un préjudice* du simple fait de l'existence du dommage⁶⁰⁵.

418. La jurisprudence a déjà accepté d'indemniser l'exposition à un *risque avéré*⁶⁰⁶ (l'exposition des salariés à l'amiante par exemple). Cependant, pour l'instant l'indemnisation de l'exposition à un risque hypothétique semble réservée aux préjudices d'ordre moral. Le risque de préjudice matériel peut être indemnisé en cas de frais exposés afin de prévenir la réalisation du risque. On peut considérer que le paiement d'un prix surévalué crée un risque de perte. Dans notre situation, les frais ne sont pas exposés afin de prévenir le risque. L'excédent de prix, correspondant à la différence entre le prix artificiel après la diffusion des fausses informations et le prix réel, permet de caractériser un risque de perte potentiel. Le risque de perte existe du fait que l'investisseur dispose dans son patrimoine un actif surévalué à cause de la diffusion de fausses informations. Cette situation ne constitue pas une perte de chance, car par hypothèse elle suppose une perte certaine de la chance. Or, en l'absence de cession, la chance n'est pas perdue. En outre, la réalisation d'une opération non éclairée constitue le dommage et non pas le préjudice. La jurisprudence peut cependant décider que cette situation de dommage certain peut être indemnisée si on accepte d'indemniser le risque de préjudice.

Après avoir défini les différents types de préjudices résultant d'une décision non éclairée, il faut envisager l'hypothèse d'une faute commise après la décision d'investissement de l'investisseur.

B/ Faute intervenant après la décision d'investissement

419. L'investisseur qui décide de passer une opération d'investissement en espérant réaliser un gain se soumet volontairement à un risque de perte. Ce risque de perte découle du fonctionnement des marchés financiers et de la variation normale du cours des instruments

⁶⁰⁵ V. *supra* n°170 et s.

⁶⁰⁶ P. Jourdain, Comment traiter le dommage potentiel, RCA mars 2010, n°3, dossier 11

financiers. Au moment où l'investisseur passe l'opération financière il ne connaît pas quel sera son résultat et il se soumet au libre jeu de l'aléa des marchés financiers. Si l'investisseur accepte le risque découlant du fonctionnement normal des marchés, ce risque ne devra pas être augmenté par la faute d'un intervenant. En cas d'augmentation du risque et respectivement en cas de diminution de la chance de gain l'investisseur doit être indemnisé en cas de préjudice.

420. Lorsque la décision d'investissement est déjà prise, la faute entraîne un autre type de dommage – celui découlant de l'augmentation du risque de perte ou de la diminution de la chance de gain. Ce dommage peut causer un préjudice financier (1), mais il ne donne pas nécessairement lieu à un préjudice (2).

1. Augmentation du risque de perte/Diminution de la chance de gain causant le préjudice final

421. Plusieurs comportements fautifs peuvent avoir comme conséquence d'augmenter le risque de perte et de diminuer la chance de gain. Lorsque la décision d'investissement est déjà prise l'investisseur sera le plus souvent lié contractuellement à un prestataire ou un autre professionnel et le dommage résultera de l'inexécution du contrat. Il peut néanmoins résulter de la faute d'un tiers.

- a) Augmentation du risque de perte/Diminution de la chance de gain résultant d'une faute contractuelle

422. L'article 313-49 du Règlement général de l'AMF, relatif à la durée de conservation par les prestataires des documents contractuels, mentionne deux types de relations. Le prestataire peut signer un « *contrat de prestation de services* » avec son client qui établit les droits et les obligations des deux parties ou juste informer le client des conditions que le prestataire de services d'investissement applique pour la fourniture du ou des services voulus par le client. Dans cette dernière hypothèse il s'agit aussi d'une relation contractuelle lorsque le client adhère aux conditions du prestataire. Il s'agit donc d'un contrat dont le contenu est préétabli par le prestataire (contrat d'adhésion). En revanche, le contrat de prestations de services est

établi lorsque le prestataire doit adapter le service fourni à la situation du client – la gestion de portefeuille par exemple. Quoi qu'il en soit, l'inexécution des obligations par le prestataire peut causer un dommage à l'investisseur. Nous avons déterminé le siège du dommage comme la modification de la situation de l'investisseur. Celui-ci est caractérisé lorsque la faute entraîne une augmentation du risque de perte ou diminue les chances de gains. Ce dommage peut donner lieu à préjudice effectif. Ainsi il faut constater non seulement que la faute commise dans la gestion d'un portefeuille-titre ou dans l'exécution d'un ordre de bourse cause le dommage d'augmentation de risque de perte/diminution de la chance de gain, mais entraîne aussi un préjudice financier final : soit une perte financière, soit un manque à gagner.

423. S'agissant d'une faute de gestion, la principale difficulté pour l'investisseur consiste à prouver la faute elle-même. En effet, le gestionnaire est tenu à une obligation de moyens⁶⁰⁷ et il incombe dès lors à l'investisseur de prouver sa faute. Lorsque la faute est établie (mauvais arbitrages, non-respect des ratios d'investissement réglementaire ou prédéterminés dans le contrat de gestion, absence de diversification, *etc.*) et cause le dommage, il faut voir si le préjudice est lié à ce dommage. Il est possible que le préjudice résulte d'une cause étrangère, comme par exemple chute du cours suite à un crash boursier. Dans ce cas, il faut voir si la faute a au moins contribué à l'aggravation du préjudice. Sinon, l'investisseur ne doit pas être indemnisé faute de lien causal entre le dommage et le préjudice.

424. Le même raisonnement peut être suivi s'agissant de l'inexécution d'un ordre de bourse. Si l'inexécution entraîne une diminution de la chance de gain ou augmentation du risque de perte, l'investisseur peut établir qu'au moment où il a voulu que l'ordre soit exécuté les conditions étaient plus favorables qu'au moment où l'ordre a été effectivement exécuté. L'investisseur pourra établir ainsi que la faute lui a causé un préjudice.

- b) Augmentation du risque de perte/Diminution de la chance de gain résultant de la faute d'un tiers

Lorsque la décision d'investissement est déjà prise, le dommage peut être causé par un tiers auquel l'investisseur n'est pas lié contractuellement. On peut donner l'exemple d'une

⁶⁰⁷ V. cependant l'hypothèse où le mandataire s'oblige à rétablir le portefeuille dans son état initial Cass. Com. 8 janvier 2002, n° 99-16142

manipulation de cours effectuée après la prise de la décision d'investissement (i) et d'une faute commise par une agence de notation (ii).

i) *Manipulation de cours*

425. Celui qui se rend coupable d'une manipulation de marché peut directement causer un préjudice non seulement à ceux qui ont acquis leurs titres *à cause* de la manipulation, mais aussi à ceux qui subissent directement une variation du cours en leur défaveur. Nous avons déjà examiné la situation d'un dommage causé par une décision non éclairée en raison d'une manipulation. Il faut examiner ici la situation où la manipulation est subie après la prise de la décision d'investissement. Le dommage à lui seul ne suffira pas. Il faut constater que l'investisseur ait subi un préjudice. Plus concrètement, s'agissant de la manipulation du cours après l'acquisition des titres, il faut *une cession* à un cours manipulé. Si le cours manipulé entraîne une moins-value ou une plus-value moins importante, que celle qui pourrait être obtenue en l'absence de la manipulation, l'investisseur subira un préjudice certain.

ii) *Les notes des agences de notation*

426. Aux termes de l'article L. 544-5 du Code monétaire et financier les agences de notations sont responsables sur le fondement de la responsabilité de droit commun envers leurs clients et envers les tiers.

427. L'investisseur qui a déjà réalisé une opération financière peut reprocher à une agence de notation l'absence d'adaptation de la note en cas par exemple de dégradation de la situation de l'émetteur noté. La faute de l'agence de notation peut augmenter le risque de perte et diminuer la chance de gain du fait de son impact sur le cours d'un titre. Dans l'hypothèse d'une opération réalisée par l'investisseur qui se solde par une moins-value, l'investisseur peut être indemnisé de son préjudice s'il arrive à établir que sa perte n'aurait pas existé si la note était rectifiée. Cette hypothèse suppose cependant de savoir quel aurait été le cours si la note était rectifiée. Or, comme le cours est calculé en fonction de plusieurs facteurs, cette évaluation peut poser certaines difficultés en pratique⁶⁰⁸.

⁶⁰⁸ V. plus de détails sur les agences de notation infra n°493 et s.

2. Augmentation du risque de perte/Diminution de la chance de gain ne causant pas le préjudice financier final

428. L'augmentation du risque de perte et la diminution de la chance de gain qui ne sont pas suivies par un préjudice ne méritent pas une indemnisation. Il ne faut pas céder à la tentation et considérer que dans de telles situations l'investisseur a au moins droit à l'indemnisation d'une prétendue perte de chance. Une illustration de cette situation peut être donnée en prenant l'exemple du manquement par un PSI à ses exigences en matière de gestion des risques⁶⁰⁹. Ce manquement expose le prestataire à une sanction disciplinaire. Cependant, un investisseur même s'il subit éventuellement un dommage (augmentation de son risque de perte) pourrait difficilement établir le lien entre ce dommage et sa perte financière. Dans la plupart des hypothèses, la politique interne de gestion des risques serait indépendante de la perte subie par l'investisseur. Par exemple, l'article 313-53-5, al. 2 du Règlement général de l'AMF⁶¹⁰ interdit à une société de gestion de portefeuille de recourir exclusivement pour l'appréciation du risque aux notations des agences de notation. Il est possible de considérer qu'un recours exclusif aux notations ne causerait pas un préjudice financier à l'investisseur. En fait, la difficulté de caractériser le lien causal se manifeste souvent en cas d'inobservation d'une règle d'organisation interne du fait de l'absence d'impact sur la valeur d'un instrument⁶¹¹.

Après avoir déterminé les différents types de préjudices susceptibles de se produire suivant le type de dommage causé, il faut voir les incidences du moment de l'intervention de l'acte dommageable sur l'établissement du préjudice. Nous avons déjà examiné deux types de dommages suivant que l'acte dommageable intervient avant ou après la décision d'investissement. Il faut examiner à présent l'incidence du moment de la commission de la faute sur l'étendue du préjudice.

⁶⁰⁹ V. l'art. 313-53-5 du RG AMF

⁶¹⁰ « En particulier, la société de gestion de portefeuille ne recourt pas exclusivement ou mécaniquement à des notations de crédit émises par des agences de notation de crédit au sens de l'article 3, paragraphe 1, point b, du règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit pour évaluer la qualité de crédit des actifs des placements collectifs mentionnés à l'article 311-1 A. »

⁶¹¹ V. la décision de la Commission des sanctions du 28 décembre 2012, n° JurisData : 2012-031314, en l'espèce la société de gestion a commis une faute professionnelle en dépassant son programme d'activité et en violant le prospectus. Cependant, les investisseurs n'ont pas subi un préjudice du fait de la surperformance du fonds.

§2. Conséquences sur la détermination de l'étendue du préjudice

429. La prise en compte du moment de la commission de l'acte dommageable, à savoir si la faute est commise avant la décision d'investissement ou après celle-ci, nous permet de saisir les différences en ce qui concerne l'établissement du lien de causalité et l'évaluation du préjudice.

A/ Conséquences sur le lien de causalité

430. Nous avons déjà examiné que l'acte déclencheur du processus dommageable se trouve toujours dans la décision d'investissement de l'investisseur. En effet, l'investisseur s'expose à un risque en espérant réaliser un gain. Cet acte d'investissement peut intervenir à des moments différents par rapport à la faute. Il est possible d'observer deux situations : soit la décision d'investissement intervient avant l'acte dommageable, soit elle intervient après. Dans ce dernier cas il faut examiner si la faute a provoqué la prise de la décision.

1. Nécessité de prouver un double lien de causalité en cas de faute provoquant une décision d'investissement

431. Lorsque la décision d'investissement s'interpose entre la faute et le préjudice, il n'est pas possible de prouver un lien de causalité direct entre la faute et le préjudice. Si on ne peut pas analyser le préjudice en tant qu'élément de la responsabilité de manière isolée, il sera possible de le concevoir comme le résultat de l'aboutissement d'un processus. Dans ce processus de réalisation du préjudice financier, il y a non seulement la commission de l'acte dommageable et le préjudice final, mais aussi la passation d'un acte volontaire de la part de l'investisseur. La décision d'investissement fait ainsi partie intégrante du processus dommageable. À ce titre, il faut analyser l'impact de la faute sur la décision d'investissement.

- a) L'effet de l'acte dommageable sur la prise de décision d'investissement

432. L'interposition de la décision de la victime est considérée comme un obstacle à l'établissement d'un lien direct entre la faute et le préjudice. On sait que l'intervention de la

décision de victime introduit une incertitude liée au comportement de la victime en l'absence de la faute. En effet, l'interposition de la décision d'investissement modifie les rapports de causalité. Cette difficulté peut être évitée si on prend en compte le rôle joué de la décision dans le processus dommageable et si on essaie d'établir le lien de causalité par étapes. Il faut prouver d'abord le lien causal entre l'acte dommageable et la prise de la décision et ensuite le lien causal entre ce dommage et le préjudice. Le premier lien peut être établi si la faute a incité l'investisseur à passer une opération donnée. En outre, lorsque la commission de la faute est *la raison même* de la prise de la décision d'investissement, on arrive à prouver que le préjudice est la suite directe de l'acte dommageable.

i) *Acte dommageable ayant un impact direct sur la prise de la décision d'investissement*

Il est possible de considérer qu'au moins dans trois hypothèses déjà examinées il existe un impact direct sur la prise d'une décision d'investissement.

433. Dans l'hypothèse de diffusion de fausses informations, l'acte dommageable incite la prise de la décision d'investissement ou il en constitue la motivation. Tel est le cas justement lorsque l'acte dommageable est constitué par des actes positifs qui incitent l'investisseur à prendre une décision contraire à ses intérêts. Ainsi la diffusion d'une information fausse (acte positif) peut provoquer la passation d'une décision d'investissement par la victime. Son préjudice ne sera pas causé directement pas la diffusion de l'information, mais par l'achat de titres à un prix surévalué dont la valeur baisse après la révélation du caractère faux l'information. Dans cette hypothèse, la décision de la victime joue un rôle actif dans le processus de la réalisation du préjudice subi. On peut considérer que la passation de l'opération a été provoquée par la diffusion de l'information. C'est-à-dire que sans la faute la décision ne serait pas intervenue, au moins pas aux conditions créés par la diffusion de l'information.

434. La provocation des opérations d'investissement est relevée par la jurisprudence, mais à l'heure actuelle cela reste sans incidence sur la caractérisation du préjudice. Dans un arrêt du 6 mai 2014, déjà cité, la Chambre commerciale de la Cour de cassation évoque le fait que la société, en l'espèce « *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*⁶¹²». Dans la droite ligne de sa jurisprudence, la Cour de cassation analyse le préjudice des actionnaires ayant acquis leurs action après la diffusion de l'information comme une perte de chance « *de prendre des décisions d'investissements en connaissance de cause et de procéder à des arbitrages éclairés* ». Si on raisonne par étapes on peut constater que le préjudice subi est la suite directe de la faute. La diffusion de l'information cause un dommage – celui d'une décision non éclairée. Afin d'indemniser intégralement la perte il faut nécessairement établir que c'est la faute qui a entraîné la prise de la décision. Ce qui correspond au lien causal qui doit exister entre la faute et le dommage. A notre avis ce lien causal peut être établi assez facilement lorsque la faute a une incidence avérée sur le cours d'un titre.

435. Le même raisonnement peut être adopté en matière de manipulation de cours. L'approche est facilitée par la rédaction même de l'article L. 465- 2 du Code monétaire et financier. L'élément matériel de l'infraction exige que la manœuvre ait « *pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché réglementé ou d'un système multilatéral de négociation en induisant autrui en erreur* ». Il est clair que la manœuvre vise à induire les investisseurs en erreur même si le texte n'exige pas un résultat concret. Les manœuvres peuvent alors inciter les investisseurs à prendre des décisions d'investissements qui peuvent se révéler contraires à leurs intérêts.

436. S'agissant de la motivation de la décision d'investissement on peut évoquer le conseil inadapté à la situation personnelle du client. L'investisseur qui est conseillé à passer une opération inadaptée à sa situation peut légitimement soutenir que s'il savait que le conseil n'était pas adapté il n'aurait pas pris la même décision. L'AMF impose aux prestataires de proposer une liste d'objectifs d'investissement (préparation de la retraite, transmission d'un capital au moment du décès, constitution d'une épargne de précaution) et d'interroger le client sur la durée envisagée de l'investissement⁶¹³. Ainsi, on voit que la décision est prise dans un but spécifique qui peut être aussi bien la réalisation d'un investissement à but de défiscalisation ou la réalisation d'un investissement dont le rendement est prévu de financer l'achat d'un bien. Si le but fixé par l'investisseur ne peut pas être réalisé dès le début, il serait illogique de dire qu'il a juste perdu une chance de prendre une décision plus conforme à ses intérêts. La perte financière sera subie à cause du mauvais conseil. Il est possible de

⁶¹² Cass. Com. 6 mai 2014, n° de pourvoi 13-17632 et 13-18473

⁶¹³ Art. 4.2.3 Position AMF 2013-03

rapprocher cette hypothèse à la notion d'exposition à un risque. Il a été déjà examiné que le mauvais conseil expose la victime à un risque de perte et en cas de réalisation du risque l'investisseur doit être intégralement indemnisé.

437. Il a été déjà évoqué que la jurisprudence actuelle semble ne pas faire une distinction entre l'obligation de mise en garde, d'information et de conseil. Or, il est vrai que toutes ces obligations ont pour but de protéger l'investisseur mais leur niveau de protection est différent. Cependant, l'obligation d'information a pour seul objet d'informer l'investisseur sur la « *la nature du service d'investissement et du type spécifique d'instrument financier proposé ainsi que les risques y afférents, afin que les clients soient en mesure de prendre leurs décisions d'investissement en connaissance de cause*⁶¹⁴ ». L'obligation de conseil va beaucoup plus loin. Si service fourni est un conseil en investissement ou la gestion de portefeuille le conseil doit être adapté à la situation personnelle du client. Le prestataire doit s'enquérir auprès de ses clients, notamment les clients potentiels, « *de leurs connaissances et de leur expérience en matière d'investissement, ainsi que de leur situation financière et de leurs objectifs d'investissement, de manière à pouvoir leur recommander les instruments financiers adaptés*⁶¹⁵ ». L'évaluation de la situation personnelle du client a aussi pour objet de pouvoir fournir un conseil qui « *répond aux **objectifs d'investissement** du client* »⁶¹⁶. La différence entre fournir une information impersonnelle et donner un conseil adapté à la situation personnelle du client est évidente.

438. La conséquence sur la prise de la décision résultant de l'inexécution de ces obligations doit être traitée par conséquent de manière différente. Alors que le manquement à l'obligation d'information ne permet pas de caractériser avec certitude le lien entre le manquement et la prise de la décision, le manquement à l'obligation de conseil adapté permet justement de concevoir que sans la faute la décision n'aurait pas eu lieu : le mauvais conseil constitue la motivation même de la prise de la décision d'investissement. Il est vrai que les plaideurs ont une tendance d'invoquer tout le paquet réglementaire visant la protection des investisseurs en cas de perte de fonds. Ce qui n'empêche pas les juges de rechercher précisément l'obligation qui n'a pas été exécutée et d'en déterminer les conséquences. Si par exemple le prestataire élabore un montage financier inadapté à la situation de l'investisseur, celui-ci aura droit à une indemnisation intégrale en cas de perte. Il n'est pas possible d'invoquer une incertitude quant

⁶¹⁴ Art. L.533-12 du CMF

⁶¹⁵ Art. L. 533-13 du CMF

⁶¹⁶ Art. 35, 1, a) de la Directive 2006/73/CE

à la décision de la victime si elle savait que le montage était irréalisable. Chaque personne moyenne dans cette situation aurait refusé de réaliser ce montage. L'application de la perte de chance dans cette situation est injustifiable ou du moins injuste.

ii) *Acte dommageable ayant un impact probable sur la prise de la décision d'investissement*

439. Dans certaines hypothèses le lien causal entre la faute et la prise de la décision n'est pas aussi évident que dans les hypothèses envisagées précédemment. Cependant, il reste assez *probable*. Tel est le cas lorsqu'un émetteur donne des informations fausses ou trompeuses dans un prospectus ou autre document, fourni à l'investisseur dont l'objet est la prise d'une décision en pleine connaissance de cause⁶¹⁷. La décision de l'investisseur peut être considérée comme orientée et influencée lorsque l'information, par hypothèse fausse ou trompeuse, est fournie préalablement à la prise de la décision d'investissement. A l'image du dol, il serait plus facile de considérer que la décision a été impactée par des actes positifs (mise en scène, mensonges) qu'en cas de réticence dolosive (omission d'une information). Il n'y a pas de doute que la qualité de l'information peut avoir une incidence sur la prise de la décision. Pour cette raison lorsque l'information est fausse ou trompeuse, il serait possible de faciliter l'établissement de la preuve et notamment de décharger l'investisseur de prouver que l'information fournie a réellement conditionné sa décision d'investissement⁶¹⁸.

440. Fausses informations dans un prospectus. La Directive prospectus ne prévoit pas de régime spécial en cas d'informations fausses ou trompeuses, contenues dans un prospectus. Elle se contente de prévoir que les personnes responsables de la rédaction sont soumises au régime de responsabilité dans l'Etat membre d'origine. La réforme de la directive Prospectus par la Directive 2010/73/UE a été accompagnée d'une étude comparative des régimes respectifs des Etats membres⁶¹⁹. L'étude montre que la plupart des Etats membres ne prévoient pas de régime spécifique de responsabilité. Cependant, le droit allemand et anglais

⁶¹⁷ V. Cons. n° 19 de la Directive Prospectus 2003/71/CE : « *L'investissement en valeurs mobilières, comme toute autre forme d'investissement, comporte des risques. Des garanties visant à protéger les intérêts des investisseurs effectifs et potentiels doivent être mises en place dans tous les Etats membres, pour permettre auxdits investisseurs d'évaluer ces risques en connaissance de cause et de prendre ainsi leurs décisions d'investissement en pleine connaissance de cause.* »

⁶¹⁸ V. *infra* n°786 et s.

⁶¹⁹ V. ESMA Report Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive, 30 Mai 2013 | ESMA/2013/619

prévoient l'application de règles spéciales en cas d'informations fausses ou trompeuses contenues dans un prospectus, simplifiant sensiblement le fardeau probatoire des investisseurs⁶²⁰. En fait, il serait assez difficile pour un investisseur de prouver qu'une information en particulier l'a incité à prendre sa décision d'investissement. C'est la raison pour laquelle un régime spécifique, à l'instar de celui existant en Allemagne et au Royaume-Uni, pourrait prévoir une présomption simple d'existence de lien causal entre l'information contenue dans un prospectus et la prise de la décision d'investissement⁶²¹.

iii) *Acte dommageable ayant un impact possible sur la prise de la décision d'investissement*

442. L'impact sera simplement possible lorsque la faute ne constitue pas un acte positif mais une abstention. Tel est le cas lorsqu'un prestataire manque à son obligation d'information ou de mise en garde. Comme on l'a déjà examiné en matière financière l'investisseur est indemnisé de sa perte de chance de prendre une décision plus conforme à ses intérêts. L'application de la perte de chance en matière médicale qui pose aussi des problèmes de causalité, a été dénoncée par la doctrine. Pour certains l'application de la perte de chance ne doit pas pallier l'incertitude sur le lien de causalité⁶²². Pour d'autres, la décision de la victime ne peut pas constituer un acte aléatoire justifiant l'application de la perte de chance⁶²³. En matière financière s'ajoute une difficulté complémentaire : l'information sur les caractéristiques d'un produit financier ou des risques qu'il présente n'a pas d'influence sur la variation de la valeur du produit. Autrement dit, même dûment informée des caractéristiques du produit le préjudice se serait produit. Pour cette raison il n'est pas possible d'établir un lien entre le dommage (la prise de la décision non éclairée) et le préjudice final, mais il est possible d'indemniser un autre type de préjudice. Elaboré en matière médicale⁶²⁴, le préjudice moral d'impréparation peut s'appliquer en cas de manquement à une obligation d'information ou de mise en garde.

⁶²⁰ V. *infra* n°763, n°766

⁶²¹ V. *infra* n°763, n°766

⁶²² V. R. Savatier, op. cité ; F. Chabas, op. cité ; M. Fabre-Magnan, op. cité

⁶²³ V. I. Vacarie, op.cité

⁶²⁴ V. *supra* n°244

443. Ce préjudice peut laisser la place d'une indemnisation totale de la situation préjudiciable causée par le manquement s'il s'agit d'une information jugée essentielle⁶²⁵. Il faut avouer qu'il serait assez difficile de prouver le lien entre l'abstention d'information ou de la mise en garde avec la prise de la décision. Pour cette raison, certains proposent de présumer le lien causal dans toutes les hypothèses d'inexécution d'une obligation d'information, de mise en garde et de conseil⁶²⁶. Cependant, même si cette solution améliora la situation des investisseurs, il faut avouer que toute information n'a pas le même effet sur la prise d'une décision d'investissement. En effet, il est possible que même dûment informé l'investisseur prenne la même décision.

b) L'effet du dommage sur le préjudice

444. La présence du lien causal entre la faute et le dommage est insuffisante. L'investisseur doit prouver aussi le lien entre le dommage et le préjudice. Or, le préjudice final n'est pas toujours causé par le dommage. L'intervention d'éléments extérieurs (*cf.* krach financier) peuvent au moins contribuer à la réalisation du préjudice financier. Dans ce cas, normalement le responsable doit être exonéré au moins partiellement⁶²⁷. Quel est le lien entre le dommage et le préjudice ? Ce lien peut être établi lorsque l'investisseur a acheté des titres à un cours artificiellement élevé. La perte subie au moment de la cession après la rectification du cours est liée à sa décision d'investissement. De même, en cas de conseil en investissement qui n'est adapté à sa situation personnelle de l'investisseur, le lien causal entre le dommage et le préjudice peut être établi même si le conseil n'a pas d'impact sur le cours d'un instrument financier. Dans cette situation la perte peut être imputée directement au mauvais conseil.

445. Le lien causal entre le dommage et le préjudice ne peut pas être établi lorsque la décision ne présente pas de liens avec le préjudice final et en outre il est difficile d'imputer la perte à la décision d'investissement. Par exemple, l'investisseur prend une décision non éclairée parce qu'il n'a pas été bien informé des caractéristiques du produit dans lequel il a investi ou il n'a pas été informé des risques. Ce type d'informations n'a pas d'influence sur une perte résultant de la variation des cours. Le préjudice subi sera le plus souvent un préjudice moral. Le seul

⁶²⁵ V. G. Viney qui considère que le revirement en matière médical qui indemnise le préjudice moral n'écarter pas l'application d'un autre type de préjudice – la perte de chance.

⁶²⁶ G. Chacornac, *op. cit.*

⁶²⁷ V. sur la preuve de ce lien causal v. le Titre II

moyen d'indemniser la totalité de la perte qui en résulte c'est de lier la *décision non conforme aux intérêts de l'investisseur* directement à la faute. En quelque sorte, on saute l'étape du lien entre le dommage et le préjudice et on impute la situation résultant de la prise de la décision au seul manquement⁶²⁸.

2. L'établissement d'un seul lien de causalité en cas de faute intervenant après la décision d'investissement

446. Lorsque l'investisseur subit un dommage après la prise de sa décision d'investissement, celle-ci n'intervient pas dans le processus dommageable. Dans ce cas de figure le dommage n'est pas la prise d'une décision non éclairée, mais l'augmentation du risque de perte ou/et la diminution de la chance de gain. Assez logiquement l'investisseur n'a pas besoin de prouver un lien causal entre sa décision et la faute. On retrouve toujours les deux liens de causalité : celui existant entre la faute et le dommage et celui entre le dommage et le préjudice. Cependant, même si le dommage intervient avant le préjudice, au moment de l'appréciation du préjudice on va juste se poser la question de savoir si la faute constitue la seule raison du préjudice. Intellectuellement les deux liens sont séparés, mais en fait au moment où le juge doit apprécier les conditions de la responsabilité ils seront en quelque sorte fusionnés⁶²⁹. Toutefois, l'auteur de la faute peut invoquer l'absence de lien causal comme moyen de défense : la baisse de la valeur peut être le résultat d'éléments extérieurs.

447. La situation de la victime est facilitée parce qu'elle ne doit pas prouver un lien causal entre la faute et le dommage. Néanmoins, il reste la difficulté dans certains cas de prouver le lien entre le dommage et le préjudice. Il faut savoir si sans la faute le préjudice se serait produit. C'est une question classique en matière de causalité qui peut être résolue par le recours aux principes déjà établis en droit commun⁶³⁰.

⁶²⁸ V. *supra* n°402

⁶²⁹ V. P. Stoffel-Munck, Le préjudice économique : propos introductifs, *Journal des sociétés*, n°44, juin 2007, note de bas de page 27

⁶³⁰ V. *infra* n° 794 et s. sur l'application de la règle de la causalité adéquate au lieu de l'équivalence des conditions

B/ Conséquences sur l'établissement et l'évaluation du préjudice

448. Le moment de la commission de la faute et le type de dommage causé n'ont pas seulement une incidence sur la causalité, mais aussi sur l'évaluation du préjudice. Si on regarde le but de la responsabilité civile tel que assigné par la Cour de cassation, la situation de la victime ne sera la même. Reprenant une formule doctrinale⁶³¹, la Cour de cassation a précisé 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*⁶³² ». Selon le type de dommage causé par la faute, le rétablissement de l'équilibre rompu par la faute ne sera pas le même.

1. La prise en compte de la perte suite à la décision d'investissement

449. Si on veut replacer la victime avant la commission de l'acte dommageable, l'investisseur n'aurait pas pris une décision non éclairée. Il doit être indemnisé des suites de cette décision non éclairée, c'est-à-dire de la perte. Mais peut-il demander une réparation égale au profit qu'il aurait pu réaliser en prenant une décision conforme à ses intérêts ? A notre avis reconnaître un tel préjudice permettrait d'aller au-delà de ce qu'il pouvait s'attendre en l'absence même de la faute puisque personne ne peut lui garantir un investissement profitable. Si on doit replacer la victime avant le fait dommageable, on s'aperçoit qu'au moment de la prise de la décision l'avantage attendu de l'investissement est juste une espérance.

450. Eventuellement, il peut prétendre à un manque d'opportunité. Dans ce dernier cas, il doit rapporter la preuve de cette possibilité, elle ne doit être purement hypothétique. A notre avis, ce sera possible dans des circonstances exceptionnelles. À ce titre on peut mentionner l'exemple de l'investisseur qui acquiert un produit financier parce que son conseiller a élaboré un montage ayant pour but de financer l'acquisition d'un bien immobilier avec un prêt immobilier. Le rendement annoncé des titres acquis devrait rembourser les intérêts du prêt. Le rendement annoncé correspond aux gains qui doivent être réalisés par les titres financiers.

⁶³¹ R. Savatier, Traité de la responsabilité civile en droit français civil, Tome II, LGDJ, 1951, n° 601 : « *Le propre de la responsabilité civile est de rétablir, aussi exactement que possible, l'équilibre détruit par le dommage, en remettant la victime, aux dépens du responsable, dans la situation où elle aurait été sans l'acte reproché à celui-ci* ».

⁶³² Cass. 2^{ème} civ. 28 octobre 1954, JCP J 1955, II, 8765 ; RTDC 1955.324, obs. H. et L. Mazeaud

Imaginons le pire scénario : non seulement l'investisseur ne réalise pas de gains, mais il perd aussi le capital investi. La perte subie du fait du mauvais conseil est la perte du capital. On peut ajouter tous les frais engagés par l'investisseur – frais de souscription et les honoraires payés pour le conseil, par exemple. Le rendement annoncé correspond au manque à gagner, mais il ne peut pas lui être alloué parce qu'il constitue juste une prévision au moment de l'élaboration du montage. L'investisseur peut s'attendre à une indemnisation de son manque d'opportunité de souscrire un produit convenant à ses intérêts. En l'état de droit actuel, les investisseurs peuvent espérer une indemnisation de la perte de chance de réaliser un autre investissement. Ce qui correspond peu ou prou au manque d'opportunité, mais la perte financière n'est pas indemnisée.

2. La prise en compte de la perte et du manque à gagner en cas de faute intervenant après la décision d'investissement

451. Il faut envisager qu'elle aurait été la situation de la victime en l'absence de l'acte dommageable. Après la prise de la décision d'investissement, l'investisseur a toutes ces chances de réaliser un gain suivant le cours normal des événements. Selon le Professeur Stoffel-Munck le préjudice de la victime est « *constitué par le différentiel entre deux situations : celle qui résulte du dommage et celle qui aurait été sans le dommage*⁶³³ ». Après la prise de la décision de l'investisseur, il faut savoir alors quelle aurait été sa situation sans l'augmentation du risque de perte ou la diminution de la chance de gain. Sans l'augmentation du risque de perte il n'y aurait pas lieu de perte. L'investisseur a droit d'être indemnisé pour sa perte financière subie. S'agissant de l'avantage escompté, il faut examiner si sans la faute l'investisseur aurait réalisé un gain. Par exemple si un ordre qui a été mal exécuté aurait procuré un gain en cas de bonne exécution ou si le titulaire d'un portefeuille-titres qui a confié la gestion à un prestataire dépassant les limites de son mandat, aurait réalisé un gain en l'absence de dépassement. Le plus souvent, la reconstitution des faits sera effectuée par un expert. On constate que lorsque la faute intervient après la prise de la décision d'investissement, la victime a plus de chance d'être indemnisée du chef de son manque à gagner.

⁶³³ V. P. Stoffel-Munck, op. cité

Conclusion du Chapitre

452. L'examen de l'application de la perte de chance révèle la difficulté de revenir en arrière lorsque la décision d'investissement s'interpose entre la faute et le préjudice et notamment pour savoir quelle aurait été la décision de la victime en l'absence de l'acte dommageable. Cette spécificité empêche l'établissement d'un lien de causalité direct entre la faute et le préjudice suivant les règles de droit commun. En matière financière, la variation du cours d'un titre ou de la valeur d'un produit financier incite à une analyse différente du préjudice. Le préjudice apparaît comme le résultat d'un processus dommageable et ne peut être analysé de manière isolée. Sa caractérisation nécessite de prendre en compte les interférences possibles entre tous les éléments faisant partie du processus dommageable. Notre analyse nous conduit à distinguer le dommage du préjudice financier. Cette distinction permet de distinguer et d'identifier ces deux éléments intervenant dans la chaîne des événements et qui aboutit au préjudice financier final. Ainsi, cette distinction conduit à rechercher les liens causals entre d'une part, le dommage et la faute, et d'autre part, entre le dommage et le préjudice financier. On arrive ainsi à lier non pas la faute directement au préjudice, mais à établir un lien causal par étapes.

453. La caractérisation du préjudice va dépendre de l'origine du dommage. Nous avons trouvé le siège du dommage dans la situation de l'investisseur. Sa situation peut être altérée de deux manières : soit la faute a pour conséquence la prise d'une décision non éclairée, soit elle augmente le risque de perte ou diminue la chance de gain. L'importance de la détermination de l'origine du dommage tient au fait que l'établissement du lien causal et l'évaluation du préjudice dépendent de celle-ci.

Conclusion du Titre I

454. Si l'application de la notion de perte de chance constitue un moyen commode pour surmonter les difficultés de caractériser un préjudice en application du droit commun, son application généralisée en matière financière n'est pas adaptée. En matière de diffusion d'informations fausses et trompeuses l'application de la perte de chance ne permet pas de prendre en compte la variation du cours à la suite de la diffusion de l'information. Or, le préjudice financier résulte justement de la baisse de la valeur d'un actif financier ou du cours d'un titre. L'application de la perte de chance apparaît complètement injustifiée chaque fois que l'investisseur subit une perte certaine. En effet, la perte de chance ne permet pas une indemnisation intégrale du préjudice subi.

455. Deuxièmement, il est possible de constater que la perte de chance a été détournée afin de pallier les incertitudes sur l'existence du lien de causalité. Appliquée en matière d'omission d'informations et de mise en garde, la perte de chance constitue un moyen d'écarter la recherche de la causalité étant donné qu'il est impossible de savoir quel aurait été le comportement d'une victime s'il elle était dûment informée. En matière financière, il est possible de constater que l'absence de mise en garde et d'informations, n'ont pas d'impact sur le cours d'un titre et ne peuvent pas dès lors entraîner un préjudice financier. Il a été observé que la perte de chance doit laisser la place d'une indemnisation intégrale chaque fois qu'il est possible d'imputer la perte directement à la faute. Dans les autres cas, elle doit être remplacée par un préjudice d'impréparation à la perte financière. Elle garde cependant toute sa place dans des situations où par exemple la faute entraîne un manque d'opportunité. Après avoir écarté et délimité le domaine de la perte de chance, il a été observé la possibilité de caractériser le préjudice financier. Celui-ci apparaît comme l'aboutissement d'un processus dommageable dans lequel interviennent plusieurs éléments. Parmi ces éléments il y a l'acte dommageable qui peut intervenir avant ou après la décision d'investissement et qui cause un dommage. La situation dommageable subie par l'investisseur ne donne pas toujours lieu à un préjudice effectivement subi. Il est intéressant de relever que la faute entraîne un dommage qui peut être observé indépendamment du préjudice final. Le dommage est subi dans deux situations :

- lorsque la faute entraîne une décision d'investissement non éclairée et
- lorsque la faute augmente le risque de perte ou diminue la chance de gain.

Ces deux dommages sont subis à des moments différents. La première hypothèse visée existe lorsque la faute entraîne une décision non éclairée ou ne permet pas une décision d'investissement en pleine connaissance de cause. Dans ce cas, la faute intervient avant la décision d'investissement. Lorsque la faute augmente le risque de perte ou diminue la chance de gain, la décision d'investissement est déjà prise. En effet, la décision d'investissement expose l'investisseur à un risque de perte, mais ce risque ne doit pas être augmenté par la faute du responsable. La distinction entre le dommage et le préjudice permet non seulement d'identifier les différents types de préjudices qui résultent d'un même dommage, mais aussi d'établir le lien causal entre l'acte dommageable et le préjudice. Etant donné que la faute cause le dommage et celui-ci entraîne le préjudice, on peut constater deux liens causals: il existe un lien causal entre la faute et le dommage et un lien causal entre celui-ci et le préjudice. Cependant, on a pu ainsi constater que le dommage constitué par une décision non éclairée exige la preuve du lien entre la faute et la décision d'investissement en plus du lien causal entre cette décision et la perte. Alors que si le risque de perte est augmenté par la faute, l'investisseur n'a pas à prouver ce lien, car par hypothèse il a pris la décision d'investissement avant la commission de faute. En effet, il est beaucoup plus simple de prouver le lien entre l'augmentation du risque et la perte financière ou le manque à gagner que le lien entre la faute et la prise d'une décision d'investissement. La décision d'investissement qui s'interpose entre la faute et le préjudice final a pour effet de modifier les rapports de causalité. Il a été constaté que la différence de l'origine du préjudice, à savoir quel est le type de dommage causé, n'a pas seulement d'incidence sur l'établissement du lien causal, mais aussi sur son évaluation.

Titre II

L'établissement du préjudice financier suivant son origine

456. Dans le présent titre, il faut établir de manière concrète le préjudice suivant les distinctions déjà opérées. Caractérisé de manière abstraite dans le précédent chapitre, il faut voir, comment l'établir dans les différentes circonstances en fonction de l'origine du dommage, c'est-à-dire le préjudice résultant d'une décision non éclairée et celui directement causé par une faute qui augmente le risque de perte ou diminue la chance de gain (Chapitre I). Le préjudice éventuel causé par des opérations d'initié sera traité à part du fait que ces opérations peuvent entraîner ces deux types de dommages (Chapitre II).

Chapitre Premier

L'établissement d'un préjudice indemnisable en cas de faute provoquant une décision d'investissement ou causant directement le préjudice

457. La distinction des préjudices suivant l'origine du dommage qui les a causés doit être mise à l'épreuve et resituée dans le contexte financier. À présent, nous allons consacrer nos développements à l'établissement concret des préjudices. Les distinctions déjà opérées, entre les différents types de préjudices et entre le dommage et le préjudice, nous permettront d'établir au plus juste le préjudice financier. Le présent chapitre traitera l'établissement d'un préjudice indemnisable en cas de faute provoquant une décision d'investissement (Section I) et l'établissement d'un préjudice indemnisable en cas de faute causant directement le préjudice (Section II).

Section 1 L'établissement d'un préjudice indemnisable en cas de faute provoquant une décision d'investissement

458. La faute et le préjudice sont analysés de manière autonome en tant que conditions de la responsabilité, mais il existe des interférences entre ces deux éléments qui se révèlent à travers le dommage. Dans l'enchaînement du processus dommageable, la faute entraîne le dommage et celui-ci donne naissance au préjudice. Tous ces éléments se relient entre eux. Plusieurs régimes spéciaux de responsabilité témoignent de la répercussion de la faute sur le préjudice à travers le dommage. Ces régimes sont attachés non pas au dommage causé, mais à l'acte dommageable. On peut citer l'exemple des accidents de la circulation, dont le régime est issu de la loi de 1985⁶³⁴, la responsabilité du fait des bâtiments en ruine (art. 1386 du Code civil), la responsabilité en cas de diffamation et injure par voie de presse⁶³⁵. Cependant, lorsque le régime de responsabilité est de plein droit le régime spécial se rattache à l'origine du dommage vu que la victime n'est pas obligée de prouver une faute. Tel est le cas de la responsabilité du fait des produits défectueux⁶³⁶, le régime de la responsabilité du fait des

⁶³⁴ Loi n° 85-677 du 5 juillet 1985 tendant à l'amélioration de la situation des victimes d'accidents de la circulation et à l'accélération des procédures d'indemnisation

⁶³⁵ Loi du 29 juillet 1881 sur la liberté de la presse

⁶³⁶ Art. 1386-1 et s. du Code civil

choses⁶³⁷, la responsabilité du fait des infections nosocomiales⁶³⁸, la responsabilité de l'employeur en matière d'accident du travail et de maladies professionnelles etc. Ces exemples, parmi d'autres, montrent l'interférence entre l'acte dommageable et le préjudice de telle sorte que la cause du dommage exige dans certaines circonstances de prévoir un régime spécial⁶³⁹. En matière financière, la responsabilité est toujours pour faute prouvée. Comme on le sait, la difficulté pour l'investisseur ne résulte pas seulement de la preuve de la faute, mais aussi de la preuve d'un préjudice certain et du lien de causalité entre le préjudice et la faute. Le fardeau probatoire de l'investisseur se complique lorsque la faute intervient avant la prise de sa décision d'investissement parce qu'il doit établir un double lien causal : entre la faute et le dommage d'une part et entre le dommage et le préjudice d'autre part. S'agissant du premier lien causal, il faut savoir si la faute a provoqué la prise de la décision d'investissement. La faute peut avoir une incidence plus ou moins grande sur la prise de la décision d'investissement suivant qu'il s'agit d'actes positifs ou d'une abstention. Nous n'étudierons pas la question de la commission de la faute, car cette question ne fait pas partie de la présente étude. Il faut étudier cependant l'impact de la faute sur la prise de la décision d'investissement. C'est la raison pour laquelle la provocation d'une décision d'investissement par des actes positifs (§1) sera examinée séparément de l'abstention (§2).

§1. La provocation d'une décision d'investissement par des actes positifs

459. Le dommage constitué par la prise d'une décision non éclairée peut être causé par des actes positifs. Ces actes peuvent avoir un impact avéré sur la prise de la décision d'investissement parce qu'ils agissent directement sur le cours d'un instrument financier. Dans d'autres situations, les actes dommageables peuvent avoir une incidence considérable sur la prise de la décision d'investissement même sans agir directement sur le cours.

⁶³⁷ Art. 1384-1 du Code civil

⁶³⁸ Art. L. 1142-1 du code de la santé publique

⁶³⁹ La prise en compte d'un préjudice spécifique en tant que tel sans aucun rattachement à un acte déterminé ne facilite pas la construction d'un régime de responsabilité spécifique. La reconnaissance du préjudice écologique est inscrite dans le projet de loi au titre de la responsabilité de droit commun pour fait personnel. V. le projet de loi visant à inscrire la notion de préjudice écologique dans le code civil n° 646, déposée le 23 janvier 2013 – Art. 1386-19 du Code civil « Toute personne qui cause par sa faute un dommage à l'environnement est tenue de le réparer. »

A/ Les actes susceptibles d'avoir un impact sur le cours de bourse

460. Nous allons examiner l'impact d'une faute sur la décision d'investissement lorsqu'elle entraîne une variation du cours. Pour rappel, nous tenons l'acte dommageable comme établi⁶⁴⁰. Deux agissements peuvent avoir un effet notable sur le cours d'un titre : la manipulation de marché et la notation d'une agence de notation.

461. L'article L. 465-2 du CMF sanctionne les comportements ayant pour objet d'entraver le fonctionnement d'un marché réglementé induisant les investisseurs en erreur ou le fait répandre des informations fausses ou trompeuses « *de nature à agir sur les cours desdits instruments ou actifs* ». En outre, le texte poursuit la tentative de manipuler le marché. L'élément matériel de l'infraction n'exige pas un résultat, les manipulations sont sanctionnées même en l'absence de modification artificielle du cours. Si les textes n'exigent pas un résultat d'entrave effective du marché ou de modification du cours pour que l'infraction soit constituée, les investisseurs qui sont intervenus sur le marché au moment de la manipulation, ne subiront un préjudice qu'en cas de variation du cours. En d'autres termes, leurs opérations ne seront pas affectées par la manipulation de marché que dans l'hypothèse d'un effet avéré sur le cours d'un instrument ou sur le fonctionnement du marché.

462. En ce qui concerne les notations des agences de notation, il est nécessaire d'examiner la question du préjudice susceptible d'être causé par une notation erronée vu l'effet qu'elle peut avoir sur le cours d'un instrument financier et son effet amplificateur⁶⁴¹. En pratique, le plus souvent il s'agit d'une notation qui n'est pas objective⁶⁴².

⁶⁴⁰ Voir sur les difficultés pratiques de l'établissement de la faute et la preuve par expertise, N. Spitz, *Marchés boursiers et responsabilité civile : La réparation des préjudices boursiers*, Thèse, Université de Panthéon-Sorbonne Paris, sous la dir. de A. Pietrancosta, p. 319 et s., spéc. p. 323

⁶⁴¹ V. Le rôle des agences de notation dans la crise de l'endettement souverain, revue *BANQUE DE France, DOCUMENTS ET DÉBATS*, n° 4, Mai 2012

⁶⁴² V. art. 8 du Règlement (CE) N° 1060/2009 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit : « *Les agences de notation de crédit adoptent, mettent en œuvre et appliquent les mesures nécessaires pour veiller à ce que les notations de crédit qu'elles émettent 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. Elles adoptent toutes les mesures nécessaires pour garantir que les informations qu'elles utilisent aux fins de l'attribution d'une notation de crédit soient de qualité suffisante et proviennent de sources fiables.* »

1. Les manipulations de marché

463. Le délit de manipulation de cours est le délit le plus ancien des délits boursiers⁶⁴³. Instituée par la loi du 3 décembre 1926, l'interdiction de la manipulation de cours avait pour objet de lutter contre la spéculation des actions et des obligations⁶⁴⁴. Le délit de diffusion d'informations fausses et trompeuses apparaît plus tard avec la loi n° 70-1209 du 23 décembre 1970. Les décisions d'investissement des épargnants sont ainsi protégées contre les «*intoxications informationnelles*»⁶⁴⁵. Aujourd'hui, les deux délits sont sanctionnés par l'article L. 465-2 du Code monétaire et financier. La manipulation de cours et la diffusion d'informations fausses et trompeuses peuvent être sanctionnées aussi par l'AMF en tant que manquements administratifs⁶⁴⁶. Ces comportements sont englobés dans la réglementation communautaire sous le terme de manipulation de marché, mais les deux agissements sont étudiés séparément du fait de la différence de leur élément moral. La manipulation de marché exige un dol spécial car elle doit être employée, non seulement en connaissance de cause, mais aussi dans le but d'entraver le fonctionnement du marché en induisant autrui en erreur. Pour la clarté de l'examen du préjudice, qui en résulte, ils seront examinés successivement.

a) La diffusion d'informations fausses ou trompeuses

464. Il a été examiné que la jurisprudence limite l'indemnisation des investisseurs à la seule perte de chance⁶⁴⁷. La Cour de cassation estime que l'investisseur perd juste la chance d'investir ses capitaux dans un autre placement ou de renoncer à celui déjà réalisé⁶⁴⁸. Nous soutenons en revanche que l'investisseur a droit à une indemnisation intégrale de sa perte lorsqu'il est possible d'établir, d'une part que l'acte dommageable entraîne la passation d'une décision d'investissement, et d'autre part, que cette décision a provoqué la perte financière. À ce titre, il faut établir le premier lien causal qui existe entre l'acte dommageable et le dommage. Cette preuve doit être complétée par la preuve du lien causal entre le dommage et le préjudice : on doit prouver que la passation de l'opération a causé le préjudice final. Ainsi,

⁶⁴³ Code monétaire et financier 2014 commenté, op.cité

⁶⁴⁴ E. Dezeuze, Bref survol des contours du délit de manipulation des cours, AJ Pénal février 2011. 61

⁶⁴⁵ M.-P. Lucas de Leyssac et A. Mihman, Droit pénal des affaires, Economica, 2009, n° 731

⁶⁴⁶ Art. 631-1 et s. du RG AMF

⁶⁴⁷ V. *supra* n°213

⁶⁴⁸ Cass. Com. 9 mars 2010, déjà cité

on arrive à lier tous les éléments intervenants dans le processus dommageable pour arriver au préjudice final, né de la dépréciation de la valeur de l'actif financier.

i) Lien entre la passation de la décision d'investissement et la diffusion des informations

465. En analysant la jurisprudence, on peut constater que les juges caractérisent assez facilement le lien entre la diffusion de l'information et la passation de la décision d'investissement.

- Dans l'affaire *Régina Rubens*⁶⁴⁹, la Cour d'appel de Paris a constaté « *que les intérêts des investisseurs avaient été clairement atteints par de telles pratiques*⁶⁵⁰, **lesquelles avaient motivé chez certains d'entre eux l'acquisition ou la conservation d'actions à un cours fortement surévalué, qui avait chuté aussitôt que les malversations comptables évoquées avaient été divulguées** ». On voit que pour la cour c'est la diffusion des informations qui a motivé l'investissement en l'espèce.
- Dans l'arrêt *Flammarion*⁶⁵¹, la société a diffusé dans un communiqué des informations très décevantes. La diffusion de ces informations, faussement pessimistes, a provoqué la cession des actions de la société Flammarion⁶⁵². La Cour a relevé que : « *la publication du 12 octobre 2000 était de nature à inciter R. Soulier à prendre immédiatement ses bénéfices sur les actions Flammarion acquises en avril 1999, sans attendre une remontée future du titre* ». Là encore, pour les juges le lien entre l'information trompeuse et l'opération réalisée ne fait pas de doute.
- Dans l'affaire *Sidel*⁶⁵³, le Tribunal correctionnel de Paris a relevé que les personnes en l'espèce « ont pu être conduites sur la base de ces informations à acheter ou à conserver des titres dont la valeur réelle était inférieure au cours de l'action ». Le Tribunal a constaté aussi les informations diffusées ont « *toutes concouru à fausser la*

⁶⁴⁹ Paris, Ch. 1, sect. H, 30 Mai 2006, N° 2005/21197, N° JurisData : 2006-312870

⁶⁵⁰ En l'espèce les dirigeants ont été trouvés responsables de diffusion d'informations fausses et trompeuses.

⁶⁵¹ CA Paris, 25ème chambre, section, 26 septembre 2003, 2001/21885 Soulier et a. c/ S.A. Flammarion et a., Note N. Rontchevsky, RTD Com. 2004, p. 132, J. Daigre, Bull. Joly Bourse, 2004 n° 1, p. 84

⁶⁵² L'affaire n'a pas été portée au pénal, la société a manqué à son obligation d'information périodique d'apporter des informations exactes et non trompeuses. Voir sur la nécessité d'un communiqué la note de J. Daigre, En matière d'information financière, il ne faut en faire ni trop, ni trop peu..., Bull. Joly Bourse, 2004 n° 1, p. 84

⁶⁵³ Tribunal de grande instance de Paris (11e ch. 1) 12 septembre 2006, SIDEL, note J. Daigre, La perte d'une chance d'arbitrer à bon escient l'investissement dans une société cotée, Rev. Sociétés. 2007, p. 102

*perception par les investisseurs de la situation réelle de l'entreprise et ses perspectives*⁶⁵⁴ », mais le préjudice a été qualifié de perte de chance.

466. Cependant, la question de l'influence concrète de l'information sur la décision d'investissement doit être distinguée de la question de savoir quel est l'impact de la diffusion de l'information sur le cours du titre. Cette différence soulève une question essentielle concernant le préjudice qui résulte d'une faute ayant agi sur le cours d'un titre. Les investisseurs doivent-ils prouver que c'est l'information diffusée qui a motivé leurs opérations ou peuvent-ils se contenter d'établir que le cours a été faussé par la diffusion de l'information inexacte ? En d'autres termes, doivent-ils établir le lien entre la diffusion elle-même et leur décision d'achat ou de vente ou peuvent-ils juste invoquer le fait que le prix ne correspondait pas au prix « réel » ?⁶⁵⁵. L'information sera dans cette dernière situation préjudiciable du seul fait de l'altération du prix, même si l'investisseur n'a pas fondé son opération sur l'information⁶⁵⁶. La différence est considérable, car dans le premier cas l'investisseur est obligé de prouver sa connaissance de l'information et le fait que cette information a motivé la passation de l'opération. Dans le second cas, il ne doit prouver que l'impact de l'information sur le cours et établir le cours auquel il a passé son opération. Sous cette seconde approche, la prise en compte du seul impact de la diffusion de l'information sur le cours du titre évite une appréciation *in concreto* de l'effet de l'information sur la décision de l'investisseur. Ainsi, on ne recherche pas à savoir si c'est l'information qui a déterminé l'achat ou la vente des titres, c'est-à-dire que l'on ne recherche pas à établir un lien causal entre l'information et la décision de l'investisseur. Or, il semble que la jurisprudence prend en compte cette approche *in concreto*. En effet, les juges se prêtent à une recherche basée sur le comportement de l'investisseur et dès lors se posent la question de savoir quel aurait été le comportement de l'investisseur en l'absence de la diffusion de l'information. Or, cette recherche aboutit nécessairement à l'indemnisation du seul préjudice de perte de chance. En effet, la perte de chance permet d'éluder la recherche de ce lien causal.

467. Cependant, dans l'affaire Sidel, le TGI de Paris a analysé le mouvement du cours du titre de la société Sidel après la diffusion des fausses informations par les dirigeants de la société. Les variations du cours du titre suite aux fausses informations ont été bien constatées par le

⁶⁵⁴ CA Paris, 17 oct. 2008, 9^e ch. sect. B, n° 06/09036, affaire *Sidel*

⁶⁵⁵ C. Arsouze et P. Ledoux, L'indemnisation des victimes d'infractions boursières, Bull. Joly Bourse, 2006 n° 4, p. 399

⁶⁵⁶ D.Schmidt, Les délits boursiers, RJ com., nov., 2001, p.71, voir p.77

Tribunal : « *le cours de l'action SIDEL était ainsi constamment surévalué jusqu'à la fin, le tribunal ne peut qu'en tenir compte dans l'évaluation du préjudice* ». Toutefois, le préjudice a été fixé à la somme forfaitaire de dix euros par action.

468. Selon le Professeur Dominique Schmidt la variation du cours n'a pas été pour autant prise en compte par le Tribunal⁶⁵⁷. Les juges ont juste pris en compte l'influence des fausses informations sur l'appréciation des investisseurs. Ainsi, les responsables ne devraient-ils échapper à leur responsabilité civile qu'à charge de démontrer que les fausses informations n'ont pas eu d'impact sur cette appréciation⁶⁵⁸.

469. Cette interprétation est confirmée dans l'arrêt «Gaudriot» rendu le 9 mars 2010 par la Chambre commerciale de la Cour de cassation. La Cour a jugé 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 de la société émettrice perd seulement une chance d'investir ses capitaux dans un autre placement ou de renoncer à celui déjà réalisé*⁶⁵⁹ ». La Cour de cassation qualifie le préjudice comme une perte de chance d'investir dans un autre placement en prenant en compte uniquement l'effet de la diffusion sur la décision de l'investisseur.

470. La Cour de cassation a été réitérée sa position dans un arrêt de la Chambre commerciale du 6 mai 2014⁶⁶⁰. La société poursuivie soutenait dans son pourvoi l'absence de constatation par la cour d'appel que les informations diffusées avaient déterminé le choix des opérations réalisées par la victime. La société a contesté donc le lien causal entre la diffusion des informations et la décision d'investissement. La Cour de cassation rejette le pourvoi en ces termes : « *la société avait diffusé ... 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'investissements en connaissance de cause et de procéder à des arbitrages éclairés, en particulier en renonçant aux placements déjà réalisés* ». Pour la Cour, on ne saurait jamais comment la victime aurait agi si elle connaissait la vérité. Par conséquent, l'investisseur est privé de la possibilité de prendre une décision éclairée. Ainsi, on peut constater que le recours à la perte de chance

⁶⁵⁷ D. Schmidt, Affaire Sidel : l'indemnisation des actionnaires, Recueil Dalloz 2006 p. 2522

⁶⁵⁸ *Id.*

⁶⁵⁹ Com. 9 mars 2010, n° de pourvoi 08-21547 08-21793

⁶⁶⁰ Com. 6 mai 2014, n° de pourvoi 13-17632 13-18473

permet de se passer de la question de savoir si c'est l'information qui a motivé la décision de l'investisseur.

471. Cependant, la prise d'une décision non éclairée ne constitue que le dommage subi par l'investisseur. Son préjudice est causé par la perte financière. Or, celle-ci résulte de la variation du cours entre l'achat et la vente. La perte de chance ne prend en compte que le dommage causé. Le fait d'ignorer l'effet de la diffusion de l'information sur le cours empêche l'indemnisation du préjudice financier. Cette situation peut être évitée par la prise en compte de l'impact de la faute sur le cours du titre dans l'examen du lien causal entre la faute et la prise de la décision d'investissement. Dans ce cas l'aléa attaché à la notion de perte n'existe plus. Si l'on prend l'exemple d'une société qui ne peut pas participer à un appel d'offres du fait de la réception tardive de son courrier, le recours à la perte de chance permettra à la société d'être indemnisée même si on ne saurait jamais si elle aurait conclu le contrat. Elle a juste perdu la chance de participer à l'appel d'offres. Si on prend en revanche la situation d'un investisseur qui a acquis des titres à un cours artificiellement élevé suite à la diffusion d'une information faussement positive concernant la société émettrice, il est certain qu'en l'absence de la diffusion de l'information, il aurait acheté les mêmes titres à un prix inférieur. Le fonctionnement même des marchés financiers élimine tout aléa. Il est certain que l'investisseur aurait obtenu ses titres à un prix inférieur que celui artificiellement augmenté par une information faussement positive.

472. Pour résumer, lorsque la décision non éclairée résulte du fait de payer un prix ne correspondant pas au prix réel (par exemple acheter un instrument financier à un cours surévalué), il serait facile d'établir que si l'investisseur connaissait que le prix était faussé il aurait pris une autre décision⁶⁶¹. Le lien causal entre la faute et la décision d'investissement est établi du seul fait de la variation du cours. Il n'est pas nécessaire de savoir si la décision d'investissement a été prise en raison de l'information qui a été diffusée. Le seul fait qui compte, c'est que l'achat ou la vente ont été réalisés à cours artificiel.

ii) Lien entre la décision d'investir et le préjudice final

473. Une fois que le lien entre la faute et le dommage est établi, il faut prouver que la décision a entraîné le préjudice final. En cas de cession des titres à perte le préjudice est égal à la

⁶⁶¹ V. *infra* n°782 sur la possibilité de présumer ce lien causal

moins-value. Le mode de son évaluation sera examiné dans la deuxième partie de cette étude⁶⁶². Lorsque l'investisseur a conservé ses titres, il subit un préjudice, mais ce n'est pas un préjudice constitué par une perte financière. Il est possible d'analyser son préjudice comme un risque de préjudice⁶⁶³ qui correspond au surplus payé à cause de l'impact de la diffusion de l'information sur le cours.

474. En revanche, les investisseurs ayant acquis leurs titres après la rectification de l'information ou ayant cédé les titres acquis à un cours encore élevé, par hypothèse avant la révélation de la commission du délit ou du manquement, ne subissent pas de préjudice. Les premiers ne peuvent pas établir un dommage, car leur décision d'investissement est prise en connaissance de cause. Les seconds ne peuvent pas établir le lien causal entre le dommage et le préjudice en l'absence de moins-value. En effet, ils profitent en quelque sorte de la diffusion de la fausse information et de son effet sur le cours du titre.

b) La manipulation de cours

475. Plus rare que la diffusion de fausses informations, la manipulation consiste à « *adresser par des manœuvres un faux signal aux investisseurs boursiers* »⁶⁶⁴. La manipulation n'est pas très facile à cerner et elle peut être définie de manière plus ou moins large. C'est le choix opéré par le droit français. L'article L. 465-2 du CMF définit comme manipulation toute manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché en induisant autrui en erreur. Le terme manœuvre est tellement large qu'il est susceptible d'englober tous les mécanismes ayant pour objet d'agir directement sur le cours d'un titre et toute utilisation de procédés techniques susceptibles de modifier les conditions de marché.

476. La doctrine américaine s'est efforcée de donner une définition de la manipulation. La manipulation de marché peut être définie comme un comportement destiné à provoquer soit la passation de l'achat ou de la vente d'instruments financiers, soit la baisse ou la hausse du cours d'un instrument financier⁶⁶⁵. D'après une seconde définition la manipulation est

⁶⁶² V. *Infra* n°866 et s.

⁶⁶³ V. *supra* n°170 et s.

⁶⁶⁴ Code monétaire et financier commenté, *op. cité*

⁶⁶⁵ Steve Thel, The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act Stanford Law Review Vol. 42, No. 2 (Jan., 1990), pp. 385-464

l'immixtion délibérée dans le libre jeu de l'offre et de la demande⁶⁶⁶. Pour certains auteurs américains, ces définitions ne permettent pas de cerner la manipulation de marché de manière objective⁶⁶⁷. Ils invoquent d'abord le fait que la notion d'immixtion est trop large pour être suffisamment précise. En outre, tous les intervenants sur les marchés financiers déterminent l'offre et la demande, ce qui ne permet pas de déterminer dans quels cas l'immixtion serait prohibée. En outre, provoquer la passation d'une opération ne préjuge pas en soi une opération préjudiciable pour l'investisseur⁶⁶⁸. En effet, il peut très bien céder les titres acquis sous l'effet de la manipulation juste après et éviter ainsi toute perte financière. Enfin, la détermination de l'agissement sur le cours peut s'avérer délicate parce qu'il faut comparer la vraie valeur avec le prix manipulé⁶⁶⁹.

477. La démarche opérée par le droit européen est sensiblement différente. Au lieu de définir la manipulation, les textes interdisent un certain nombre de techniques connues pour leur effet préjudiciable pour le marché et les investisseurs⁶⁷⁰.

478. La Directive Abus de marché⁶⁷¹ énumère les mécanismes de manipulation interdits en donnant des exemples concrets⁶⁷². Deux directives d'application complètent l'interdiction des manipulations de marché. La Directive 2004/72/CE détermine les critères à prendre en compte pour l'évaluation des pratiques de marché, comme par exemple, le risque que représente la pratique pour l'intégrité du marché ou sa liquidité. La Directive 2004/124/CE quant à elle détermine les signaux qu'il faut prendre en compte pour savoir s'il s'agit d'une technique de manipulation de marché en précisant que la liste des signaux n'est pas exhaustive et que les pratiques désignées ne constituent pas automatiquement une pratique de manipulation de marché⁶⁷³. La faiblesse de cette démarche se trouve dans le fait que comme il

⁶⁶⁶ Twentieth Century Fund, Evans Clark, J. Frederic Dewhurst, Alfred L. Bernheim, and Margaret Grant. 1934, cite par D. R. Fischel & D. J. Ross

⁶⁶⁷ Daniel R. Fischel & David J. Ross, "Should the Law Prohibit 'Manipulation' in Financial Markets?," 105 Harvard Law Review 503 (1991), p. 506. Accessible à http://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1554&context=journal_articles

⁶⁶⁸ *Idem*, p. 508

⁶⁶⁹ En mai 2000 Organisation Internationale des Commissions de Valeurs mobilières (OICV) a défini le prix « artificiel » comme la différence entre le prix manipulé et le prix déterminé par le libre jeu de l'offre et la demande. À ce titre il faut rechercher le prix déterminé par le libre jeu des forces du marché, v. « the divergence of price from legitimate forces of supply and demand » IOSCO, Investigation and Prosecuting Market Manipulation, Mai 2000

⁶⁷⁰ La directive est transposée aux art. 631-1 et s. du RG AMF

⁶⁷¹ 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). Les abus de marché prohibés par la directive sont les opérations d'initié et les manipulations de marché.

⁶⁷² Art. 1, §2 c) de la Directive Abus de Marché

⁶⁷³ Ces signaux sont utilisés par la Commission des sanctions comme une motivation afin de justifier la caractérisation d'une manipulation. Dans sa décision du 20 décembre 2007, la Commission a tenu compte de

ne s'agit pas vraiment d'une définition, mais d'une simple énumération de techniques qui sont considérées comme des manipulations de marché, il n'est pas possible de les adapter aux nouvelles techniques de manipulation.

479. La Directive Abus de marché a été modifiée par le Règlement européen relatif aux abus de marché⁶⁷⁴. Ce Règlement abroge la Directive Abus de marché et les Directives d'application. Il entre en vigueur le 3 juillet 2016, à l'exception de certains articles⁶⁷⁵. Le Règlement européen relatif aux abus de marché a élargi le domaine d'application de la réglementation relative aux abus de marché. A la suite du scandale de la manipulation de l'indice Libor, le Règlement prévoit désormais l'interdiction de la manipulation d'un indice de référence⁶⁷⁶. Désormais, il est interdit de transmettre des informations fausses ou trompeuses ou fournir des données fausses ou trompeuses sur un indice de référence ou tout autre comportement constituant une manipulation du calcul d'un indice de référence. Autre grande nouveauté du Règlement, c'est l'interdiction expresse de manipulation du marché par le recours au trading algorithmique et à haute fréquence. Enfin, l'interdiction de la manipulation de marché s'applique désormais aux quotas d'émission⁶⁷⁷, aux instruments dérivés sur matières premières⁶⁷⁸, mais aussi aux contrats au comptant sur matière première⁶⁷⁹. La Directive Abus de marché s'appliquait exclusivement aux instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé. Les interdictions des abus de marché sont étendues aux plateformes de négociation telles que les systèmes multilatéraux de

plusieurs indices possibles dont celui qui prend en compte « l'importance de la part du volume quotidien des transactions représentée par les ordres émis ou les opérations effectuées sur l'instrument financier concerné, en particulier lorsque ces interventions entraînent une variation sensible du cours de cet instrument ou de l'instrument sous-jacent ». Voir le commentaire de S. Torck, RDBF n° 5, Septembre 2008, comm. 152

⁶⁷⁴ Règlement 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 (Règlement relatif aux abus de marché)

⁶⁷⁵ S'agissant de la manipulation de marché la Commission est habilitée à partir du 2 juillet 2012 à clarifier les indicateurs de manipulation de marché et de tenir compte des évolutions techniques sur les marchés financiers. Voir art. 39 du Règlement

⁶⁷⁶ L'indice de référence est défini par l'art.1, §1, point 29 du Règlement comme « tout taux, indice ou chiffre mis à la disposition du public ou publié, qui est déterminé périodiquement ou régulièrement par application d'une formule, ou sur la base de la valeur d'un ou de plusieurs actifs ou prix sous-jacents, y compris des estimations de prix, de taux d'intérêt ou d'autres valeurs réels ou estimés, ou des données d'enquêtes, et par référence auquel est déterminé le montant à verser au titre d'un instrument financier ou la valeur d'un instrument financier ».

⁶⁷⁷ Celles-ci sont définies comme des instruments financiers par l'Annexe I, Section C, point 4 de la Directive 2014/65/UE (MIF 2) qui sera transposée au plus tard le 3 juillet 2016

⁶⁷⁸ L'instrument dérivé sur matière première permet un investissement indirect en matières premières qui sert de sous-jacent de l'instrument. La matière première

⁶⁷⁹ Art. 2, §2, point a) du Règlement, l'article 2 précisant le champ d'application du Règlement

négociation (MTF), mais aussi aux systèmes organisés de négociation (OTF) et les marchés de gré à gré (OTC)⁶⁸⁰.

480. S'agissant des techniques de manipulation, le Règlement a gardé le même procédé. Il énumère aussi comme la directive Abus de marché les mécanismes interdits en donnant des exemples⁶⁸¹. Il faut cependant remarquer que le texte a gagné en clarté puisque désormais la réglementation n'est pas dispersée dans plusieurs textes. Le Règlement contient dans son Annexe I les « indicateurs » qu'il faut prendre en compte pour apprécier les manipulations, ce sont, en fait les « signaux », énumérés dans la Directive d'application 2004/124/CE que le Règlement abroge.

481. Il est important de noter que la loi du 26 juillet 2013 sur la séparation et la régulation des activités bancaires⁶⁸² a pris les devants et a élargi le domaine des abus de marché (délit d'initié, manipulation de marché, diffusion d'informations fausses et trompeuses). La loi prévoit une extension du champ des interdictions des abus de marché aux instruments financiers négociés sur un système multilatéral de négociation ou aux contrats commerciaux relatifs à des marchandises et liés à un ou plusieurs instruments financiers⁶⁸³. En outre, la loi a créé un nouveau délit de manipulation d'indice, défini et incriminé par l'article L. 465-2-1 du CMF.

482. Malgré le renforcement du dispositif de lutte contre les manipulations de marché, ni le droit européen ni le droit national ne prévoient un régime spécial de responsabilité à l'image du droit américain⁶⁸⁴.

483. En ce qui concerne le préjudice, les investisseurs doivent bien démontrer que la manipulation a été la cause de leur décision d'investissement lorsque la manipulation (la faute) précède la passation de l'opération : ils doivent prouver un lien causal entre la manœuvre invoquée et la prise de la décision d'achat ou de vente d'instruments financiers (lien causal entre faute et dommage). Deuxièmement, ils doivent prouver le lien entre la manipulation et la perte subie (lien causal entre dommage et préjudice).

⁶⁸⁰ Cons. 8 du Règlement n° 596/2014

⁶⁸¹ Voir, art. 12, § 2 et les techniques qui sont énumérées de manière non exhaustive

⁶⁸² Loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, JORF du 31 juillet 2013

⁶⁸³ Ce qui correspond aux contrats au comptant du Règlement européen relatif aux abus de marché.

⁶⁸⁴ V. section 9 de Security and Exchange, spec. Act, art. 10b et art. 10b-5, sur la procédure v. *infra* n°752 et s.

i) *Examen des techniques de manipulation et leur impact sur la décision d'investissement*

484. L'article Premier de la Directive Abus de marché définit comme manipulation de marché trois pratiques⁶⁸⁵ :

1. le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres:
 - 1.1. qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers, ou ;
 - 1.2 qui fixent, par l'action d'une ou de plusieurs personnes agissant de manière concertée, le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel ;
2. le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui recourent à des procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice ;
3. le fait de diffuser des informations, que ce soit par l'intermédiaire des médias (dont Internet) ou par tout autre moyen, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur des instruments financiers, y compris le fait de répandre des rumeurs et de diffuser des informations fausses ou trompeuses, alors que la personne ayant procédé à une telle diffusion savait ou aurait dû savoir que les informations étaient fausses ou trompeuses.

485. Il faut constater qu'en ce qui concerne l'utilisation de procédés fictifs, le Règlement Abus de marché les rattache aux manipulations du cours d'un instrument financier :

*« effectuer une transaction, passer un ordre ou effectuer toute autre activité ou adopter tout autre comportement **influençant ou étant susceptible d'influencer le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers**, d'un contrat au comptant sur matières premières qui leur est lié ou d'un produit mis aux enchères sur la base des quotas d'émission **en ayant recours à des procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice**⁶⁸⁶ ».*

Concernant, la diffusion des informations fausses, cette forme de manipulation a été déjà examinée.

⁶⁸⁵ Interdites par l'art. 15 de la Directive : « Une personne ne doit pas effectuer des manipulations de marché ni tenter d'effectuer des manipulations de marché ».

⁶⁸⁶ Art. 12, §1, b) du Règlement 596/2014

486. En droit interne le terme de manœuvre est tellement large qu'il peut englober toutes ces techniques. Cependant la poursuite pénale exige que la manœuvre ait pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché en induisant autrui en erreur.

487. Il est possible de classer les mécanismes de manipulation en deux grandes catégories suivant l'effet qu'elles ont sur le marché. La première catégorie inclut les techniques de manipulation ayant pour objet et/ou effet d'agir directement sur le cours d'un instrument financier ou d'un indice de référence. Cette catégorie concerne les techniques ayant un impact sur le cours d'un instrument financier. Dans ce cas, le cours ne reflète pas la vraie valeur du titre⁶⁸⁷. Dans une deuxième catégorie on peut inclure les techniques de manipulation ayant pour objet et/ou effet la perturbation du fonctionnement d'un marché. Ces techniques ont pour objet et/ou pour effet d'induire les autres intervenants en erreur s'agissant de l'offre et de la demande d'un titre. Par exemple, on veut laisser l'impression d'une certaine liquidité d'un instrument financier⁶⁸⁸.

488. En ce qui concerne la première catégorie, l'action sur le cours rend possible la transposition du raisonnement développé en matière de diffusion d'informations fausses et trompeuses. Si le prix n'a pas été manipulé l'investisseur aurait acheté le même instrument à un cours inférieur ou vendu à un cours supérieur. Dans tous les cas, l'achat ou la vente se sont réalisés à un prix "manipulé", parce que le prix est formé à cause de la manipulation. En d'autres termes, la manipulation ou la diffusion des fausses informations sont intégrées dans le cours du titre. Or, le prix est déterminant pour un investisseur normalement raisonnable⁶⁸⁹. À partir de ce moment-là, on peut considérer que le cours artificiel d'un instrument a un impact avéré sur la décision d'investissement.

489. S'agissant de la deuxième catégorie de manipulation, c'est-à-dire l'entrave au fonctionnement du marché, l'art. L. 465-1 du CMF n'exige pas un résultat effectif. La jurisprudence a déjà jugé que le délit est consommé même si les manœuvres n'ont pas réussi, ce qui compte c'est leur « possibilité de réussite⁶⁹⁰ ». De même, le délit est consommé en l'absence d'une erreur de la part des investisseurs. Les juges du fond se contentent parfois de

⁶⁸⁷ Ex : short-selling frauduleux, achat/ vente à la clôture, position dominante sur un instrument financier (penny stock)

⁶⁸⁸ Ex : techniques agissant sur l'offre et la demande par la diffusion de fausses informations, le trading algorithmique ou à haute fréquence

⁶⁸⁹ V. *infra* n°782

⁶⁹⁰ CA Paris, 30 nov. 2004, Dr. sociétés 2005, n° 203, note R. Salomon

constater que les manipulations ont été exercées de manière consciente et ont eu pour objet d'entraver le fonctionnement du marché. A partir de ces éléments, la Cour d'appel de Paris a décidé qu'*ipso facto (sic)* la manœuvre a eu pour objet d'induire les tiers en erreur⁶⁹¹.

490. S'agissant des objectifs de la manœuvre, il y a deux interprétations possibles⁶⁹². D'une part, il est possible de constater une entrave pour le marché qui provoque une erreur chez les investisseurs. D'autre part, la manœuvre peut directement entraîner une erreur chez les investisseurs et cette erreur peut à son tour provoquer des opérations ayant pour conséquence une entrave pour le marché. La formulation du Code monétaire et financier ne permet pas de trancher entre les deux interprétations. Selon certains auteurs la jurisprudence accepte implicitement les deux interprétations⁶⁹³. Dans tous les cas, pour établir le lien entre la manœuvre et la décision d'investissement, la technique doit être susceptible de provoquer une décision d'investissement. L'erreur provoquée par la manipulation est celle de passer une opération dans le sens voulu par le manipulateur⁶⁹⁴. Lorsqu'il est déjà démontré que la manœuvre a eu pour objet d'induire les tiers en erreur, la victime pourrait-elle invoquer que la manœuvre a provoqué sa décision ? En quelque sorte elle devrait prouver que sans la manipulation elle n'aurait pas agi. Il est vrai que cette preuve ne sera pas très facile à établir.

491. D'ailleurs, il est très difficile de prouver qu'une manœuvre est susceptible d'induire en erreur. Cette exigence rappelle le régime de nullité d'un contrat pour dol. La manœuvre dolosive doit induire le cocontractant en erreur afin de provoquer la conclusion du contrat. L'erreur créée par le dol doit être déterminante pour la conclusion du contrat et la victime doit établir que sans le dol elle n'aurait pas contracté. En droit commun la victime est confrontée à la même difficulté de preuve. A cette difficulté probatoire s'ajoute dans le domaine des marchés financiers la difficulté de prouver la manipulation de marché elle-même. Cependant, en droit civil, le caractère déterminant peut être présumé s'il est admis que ce caractère est un élément essentiel tout le monde⁶⁹⁵. En droit financier on peut s'en inspirer et traiter comme déterminante une technique qui modifie sensiblement les conditions du marché en cause.

⁶⁹¹ CA Paris, 2 févr. 2007, n° 06/08079, Bull. Joly Bourse 2007. 200, note E. Dezeuze; Dr. sociétés 2007, n° 123, obs. R. Salomon

⁶⁹² P. Conte, J.-Cl. Pénal des affaires, fasc. 20, Bourses. Activités des marchés et d'instruments financiers, 2004, n° 56

⁶⁹³ Code monétaire et financier commenté, commentaire sous l'art. L. 465-2

⁶⁹⁴ Il est utile de préciser que le délit de manipulation n'exige pas un préjudice consommé. Peu importe aussi la volonté d'un émetteur de remettre la vraie valeur des titres. Voir Crim. 28 janv. 2009, pourvoi n° 07-81.674, JCP 2009. 1400, note J.-H. Robert ; Dr. sociétés 2009, n° 83, note R. Salomon, RTD Com. 2009 p. 409 N. Rontchevsky

⁶⁹⁵ Par exemple, l'authenticité des propos d'un auteur Cass. 1^{ère} civ. 11 octobre 1989, n°88-14220 ou l'authenticité d'un tableau Cass. 5^{ème} civ. 25 mai 2004, n° 01-13357

Ainsi, il serait possible de présumer qu'une technique qui, par exemple, a pour objet de créer une fausse impression d'un marché liquide peut être considérée comme ayant un impact sur la décision d'investissement.

ii) *Le lien entre le dommage et le préjudice*

492. Il faut rechercher si le préjudice est causé par la prise de la décision d'investissement. Si par exemple la décision est fondée sur l'existence d'un marché liquide et la révélation de la manipulation entraîne un réajustement du cours à la baisse, il sera possible d'établir le lien entre la décision et le préjudice né de la dépréciation de la valeur des titres. Si tel n'est pas cas et la variation du prix est causée par d'autres facteurs, l'investisseur ne pourra pas établir un lien causal entre sa décision d'investir et sa perte.

Après avoir examiné les manipulations de marché, il faut dire quelques mots s'agissant du préjudice susceptible d'être subi du fait d'une notation erronée.

2. Les notations des agences de notation

493. Développées au début du XXe siècle, les notes des agences de notation jouent un rôle indispensable dans le domaine financier. Les agences de notation évaluent la capacité d'un débiteur de rembourser sa dette⁶⁹⁶ et donnent un rating à un instrument financier structuré. Les notations qu'elles élaborent ont trois fonctions : elles constituent une mesure du risque pris, elles créent un standard commun pour le risque⁶⁹⁷ et permettent ainsi de comparer les différents émetteurs et les différents instruments financiers⁶⁹⁸. Les notations constituent une source d'information très importante pour les investisseurs.

⁶⁹⁶ Pour cette raison ils sont considérés comme une sorte de gatekeeper (« gardien ») : « *Credit ratings fill the information gap between borrowers and investors* », V. Steven 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 (2011), spéc. p. 1930 <http://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol68/iss4/8>

⁶⁹⁷ Les lettres de A à D montrent le risque pris, V. le schéma de différentes lettres - Le rôle des agences de notation dans la crise de l'endettement souverain, op. cité

⁶⁹⁸ *Id.*, p. 931

494. Le Règlement européen sur les agences de notation prend en compte l'influence des notations sur les décisions prises par les investisseurs⁶⁹⁹ : « *Les agences de notation de crédit jouent un rôle important sur les marchés mondiaux des valeurs mobilières et sur les marchés bancaires, parce que leurs notations de crédit **sont utilisées par les investisseurs, les emprunteurs, les émetteurs et les administrations publiques comme élément les aidant à prendre leurs décisions d'investissement** et de financement en toute connaissance de cause* ».

495. La notation influence considérablement le choix d'un investisseur, surtout professionnel même si la note ne constitue qu'une simple probabilité⁷⁰⁰. La notation peut non seulement avoir un impact sur le cours du titre d'un émetteur ou sur la valeur de l'instrument, mais aussi détériorer la situation personnelle d'un investisseur. On songe ici aux différents types de trigger clauses et à l'éligibilité des actifs en fonction de leur notation. En effet, le déclenchement de l'application d'une clause ou le choix d'acquisition d'un actif financier peut dépendre d'une notation⁷⁰¹.

496. Lorsque l'agence de notation ne respecte pas ses obligations contractuelles pour effectuer une notation objective, la victime directe est l'entité notée. L'inexécution du contrat peut causer en plus un préjudice aux investisseurs tiers. L'article L.544-5⁷⁰² du Code monétaire et financier énonce que les agences de notation sont responsables envers leurs clients et envers les tiers de l'inexécution de leurs obligations. Cet article précise qu'il s'agit d'une responsabilité délictuelle pour faute envers les tiers⁷⁰³. S'agissant de leur responsabilité contractuelle, envers leurs clients, l'article L. 544-6 du Code monétaire et financier répute non écrites les clauses exclusives de responsabilité. Ce qui laisse penser que les clauses simplement limitatives de responsabilité peuvent être jugées licites⁷⁰⁴.

⁶⁹⁹ Cons. 1 du Règlement n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit

⁷⁰⁰ C. Thépot, L'encadrement légal de l'activité des agences de notation par la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010, Petites Affiches, 16 décembre 2010, n° 250, p. 26

⁷⁰¹ Sur l'établissement de la faute de l'agence de notation v. A. Sotiropoulou, La responsabilité civile des agences de notation, Bull. Joly Bourse, 1^{er} janvier 2013 n° 1, P. 47

⁷⁰² Sur l'introduction de cet article au Code monétaire et financier par la loi du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière v. H. Le Nabasque, Rev. sociétés, 2010. 547; N. Rontchevsky, M. Storck, RTD. com. 2011. 138; Th. Bonneau, JCP E 2010. 1957 ; O. Douvreur, RTDF 2010/2. 20 ; M. Storck, J. Lasserre Capdeville, LPA, 16 déc. 2010, p. 3 ; S. Yvon, Th. Allain, C. Bérard-Gourisse, Bull. Joly Bourse, 1^{er} nov. 2010, n° 6, p. 492.

⁷⁰³ I. Tchotourian « Agences de notation : encadrement et responsabilité », dans Bulletin Joly Bourse, février 2011, no 2, dans Dossier : La loi de régulation bancaire et financière, une réponse à la crise, J.-J. Daigre (dir.), p. 119-123

⁷⁰⁴ Id.

497. En ce qui concerne le lien entre la faute dans la notation et la décision d'investissement, il ne poserait pas de problème s'agissant d'un investisseur professionnel qui investit dans des instruments structurés. C'est justement la notation qui détermine le risque pris par l'investisseur. De même, s'agissant d'un investisseur professionnel qui investit dans des obligations. De même, il ne sera pas difficile de prouver le lien entre la décision et le préjudice subi. La perte financière peut résulter par exemple de la dépréciation du nominal du titre ou de l'absence de remboursement par le débiteur. En définitive, le lien causal entre la faute et le dommage, c'est à dire la décision d'investissement, sera facilité par le fait que la notation a généralement un impact sur le cours d'un titre⁷⁰⁵.

B. Les actes ayant un impact sur la décision d'investissement

La deuxième catégorie de fautes ayant un impact sur la prise de la décision est constituée par des actes positifs sans agir cette fois sur le cours d'un titre financier. On envisagera successivement le conseil inadapté à la situation personnelle de l'investisseur (1) et la fourniture d'informations inexactes aux investisseurs avant leur investissement (2).

1. Conseil inadapté à la situation personnelle de l'investisseur

498. Il faut rappeler que le conseil inadapté peut être assimilé à l'exposition à un risque. Par conséquent, la perte de chance n'a pas lieu à s'appliquer. En effet, il est possible d'établir un lien causal entre la faute et le préjudice, car le conseil fourni constitue la motivation même de la prise de la décision d'investissement. Par exemple, si un investisseur est conseillé d'investir dans des instruments financiers présentant un risque considérable, ce conseil pourra être analysé comme inadapté à la situation personnelle de l'investisseur s'il souhaitait placer son épargne dans des produits procurant un rendement régulier. Il doit être indemnisé intégralement si le risque de perte se réalise. L'investisseur doit cependant prouver le montant de sa perte sinon il n'a pas droit à une indemnisation⁷⁰⁶.

⁷⁰⁵ V. A. Sotiropoulou, op. cité, n°21 et 22

⁷⁰⁶ Cass. Com. 15 octobre 2013, n° de pourvoi 12-21158, non publié au Bull.

2. L'inexactitude des informations fournies aux investisseurs avant leur investissement

499. Véritable « *matière première*⁷⁰⁷ », l'information financière permet aux investisseurs de prendre leurs décisions d'investissement en connaissance de cause. Les investisseurs reçoivent des informations non seulement sur la situation financière, le patrimoine et les garanties offertes par l'émetteur, mais aussi sur les résultats attendus et les perspectives. Si l'on peut s'attendre à une information précise et exacte s'agissant de la situation financière de l'émetteur, l'information sur les résultats futurs ne constituera qu'un pronostic. Nous allons consacrer nos développements à deux problèmes relatifs à l'information financière. En premier lieu, on va examiner le préjudice résultant des informations erronées fournies dans un document officiel puis, en second lieu, le problème qui se pose en matière d'information sur les résultats futurs.

a) Les informations contenues dans des documents d'information officiels

500. Servant de base à toute décision d'investissement, l'information délivrée aux investisseurs doit être exacte, précise et non trompeuse. Il est nécessaire d'examiner brièvement la manière dont les investisseurs sont informés (i) avant d'examiner la question de l'établissement du préjudice en cas d'informations erronées (ii).

i) Le cadre réglementaire

Afin de dresser de manière exhaustive les règles ayant pour but de fournir une information exacte et complète pour assurer une décision en pleine connaissance de cause, il faut envisager successivement, la notion de prospectus, ainsi que son résumé, de placements privés et enfin les informations en cas d'investissement en Organisme de placement collectif (OPCVM et FIA).

⁷⁰⁷ Frank Martin Laprade, Introduction en bourse, Juri-dictionnaire Droit de la Bourse, Editions Joly, Etude Bourse, n° EI090, vol. 4 : « ... l'information est surtout la véritable « *matière première* » qui s'échange sur le marché boursier, car c'est sur la base des données – notamment financières – auxquelles il aura accès, que le public se fondera pour acheter ou vendre des actions de la société cotée, en fonction des estimations ou des anticipations qui pourront être faites à partir de ces mêmes informations. »

- Le prospectus

501. Les sociétés qui offrent leurs titres au public⁷⁰⁸ ou qui demandent l'admission de leurs titres sur un marché réglementé sont tenues d'établir un prospectus. Aux termes de l'article L. 412-1 du CMF, les émetteurs doivent, « **au préalable, publier et tenir à la disposition de toute personne intéressée un document destiné à l'information du public, portant sur le contenu et les modalités de l'opération qui en fait l'objet, ainsi que sur l'organisation, la situation financière et l'évolution de l'activité de l'émetteur et des garants éventuels des titres financiers qui font l'objet de l'opération** ». Le projet de prospectus doit recevoir un visa de la part de l'AMF⁷⁰⁹.

502. Le prospectus est un document ayant pour objet de protéger les investisseurs de manière préventive. Ce document permet de prendre une décision d'investissement en pleine connaissance de cause⁷¹⁰. Il doit contenir toutes les informations nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer la situation financière de la société et ses perspectives⁷¹¹. En outre, le prospectus doit permettre aux investisseurs d'évaluer les risques de l'acquisition des titres proposés. En même temps, c'est un document qui donne les renseignements suffisants sur des titres financiers en vue de convaincre un investisseur de les acheter⁷¹².

⁷⁰⁸ L'offre au public peut être constituée de deux manières : soit par une communication adressée à des personnes et présentant des informations sur des titres financiers de manière à mettre un investisseur en mesure de les acquérir, soit par placement réalisé par des intermédiaires financiers. V. Art. L. 411-1 du CMF, v. l'étude détaillée de T. Granier, JurisClasseur Banque - Crédit – Bourse, Fasc. 1610 : OFFRE DE TITRES AU PUBLIC ET ADMISSION DE TITRES AUX NÉGOCIATIONS SUR UN MARCHÉ RÉGLEMENTÉ

⁷⁰⁹ Art. 212-1 du RG AMF

⁷¹⁰ Voir Cons. 19 de la Directive 2003/71/CE : « **L'investissement en valeurs mobilières, comme toute autre forme d'investissement, comporte des risques. Des garanties visant à protéger les intérêts des investisseurs effectifs et potentiels doivent être mises en place dans tous les États membres, pour permettre auxdits investisseurs d'évaluer ces risques en connaissance de cause et de prendre ainsi leurs décisions d'investissement en pleine connaissance de cause** ».

⁷¹¹ Art. 212-7 du RG AMF : « **le prospectus contient toutes les informations qui, compte tenu de la nature particulière de l'émetteur, notamment s'il s'agit d'une société à faible capitalisation boursière ou d'une petite et moyenne entreprise et des titres financiers qui font l'objet de l'offre au public ou dont l'admission aux négociations sur un marché réglementé est demandée, sont nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur et des garants éventuels des titres financiers qui font l'objet de l'offre au public ou dont l'admission aux négociations sur un marché réglementé est demandée, ainsi que les droits attachés à ces titres financiers et les conditions d'émission de ces derniers. Pour les sociétés à faible capitalisation boursière et les petites et moyennes entreprises, ces informations sont adaptées à leur taille et, le cas échéant, à leur historique. Ces informations sont présentées sous une forme facile à analyser et à comprendre.** »

⁷¹² T. Granier, JurisClasseur Banque - Crédit – Bourse, Fasc. 1610 : OFFRE DE TITRES AU PUBLIC ET ADMISSION DE TITRES AUX NÉGOCIATIONS SUR UN MARCHÉ RÉGLEMENTÉ, n° 16

- *Le résumé du prospectus*

503. Le prospectus contient aussi un résumé qui précise toutes les informations « clés » pour un investisseur. Ce résumé est destiné aux investisseurs non professionnels puisqu'il devait être rédigé dans un langage non technique. Aux termes de l'ancien art. 5 de la Directive Prospectus⁷¹³ le résumé exposait brièvement les principales caractéristiques de l'émetteur, des garants éventuels et des valeurs mobilières et les principaux risques présentés. Le résumé comportait un avertissement que *« toute décision d'investir dans les valeurs mobilières concernées doit être fondée sur un examen exhaustif du prospectus par l'investisseur »*. Le résumé était une introduction du prospectus contenant les principales caractéristiques de l'investissement concernant les titres, l'émetteur et les garants. Cependant, aucune responsabilité ne devrait être fondée sur la rédaction du seul résumé. L'article 5 précisait lui-même d'une part, qu'une action en responsabilité était possible uniquement si le contenu du résumé était *« trompeur, inexact ou contradictoire par rapport aux autres parties du prospectus »* et, d'autre part, que l'investissement doit fonder sa décision sur la lecture de l'entier prospectus et pas seulement sur le résumé. En fait, le résumé faisait partie intégrante du reste du prospectus.

504. La Directive 2010/73/UE⁷¹⁴ investit le résumé d'un nouveau rôle⁷¹⁵. Le résumé devient une partie autonome du prospectus dont l'objet est de constituer une source essentielle d'informations pour les investisseurs de détail⁷¹⁶. Le résumé doit toujours contenir les informations clés *« dont l'investisseur a besoin pour pouvoir déterminer les offres et admissions de valeurs mobilières qu'il convient de continuer de prendre en considération »*⁷¹⁷. Le résumé est devenu avec la modification de la Directive Prospectus « le document si ce n'est prépondérant du moins incontournable de l'information des investisseurs de détail »⁷¹⁸.

⁷¹³ Directive n° 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

⁷¹⁴ Directive n°2010/73/UE 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

⁷¹⁵ S. TORCK, La directive Prospectus 2010/73 enfin transposée dans le Code monétaire et financier, Droit des sociétés n° 1, Janvier 2013, comm. 11

⁷¹⁶ Cons. n° 15 de la Directive 2010/73/UE

⁷¹⁷ *Idem*

⁷¹⁸ S. TORCK, La directive Prospectus 2010/73 enfin transposée dans le Code monétaire et financier, op. cité

505. Le résumé a un contenu déterminé de manière très précise par le Règlement n° 486/2012. Il doit comporter cinq sections qui détaillent « *les informations essentielles et structurées de manière appropriée qui doivent être fournies aux investisseurs afin de leur permettre de comprendre la nature et les risques de l'émetteur, du garant et des valeurs mobilières qui leur sont offertes ou sont admises à la négociation sur un marché réglementé et (...) de déterminer les offres de valeurs mobilières qu'il convient de continuer de prendre en considération*⁷¹⁹ ». Parmi les « informations clés » figurent une description des risques liés à l'émetteur, des caractéristiques essentielles de l'émetteur et de ces garants, y compris l'actif, le passif et la situation financière, une brève description des risques liés à l'investissement dans les titres financiers concernés et des caractéristiques essentielles de cet investissement, y compris tout droit attaché à ces titres⁷²⁰.

- *Les placements privés*

506. Certaines communications ne sont pas soumises au régime de l'offre au public. Ces situations sont strictement énumérées⁷²¹. Ainsi, dans le cadre d'un placement privé l'établissement d'un prospectus n'est pas exigé⁷²². Les placements dits privés s'adressent soit à des personnes fournissant le service de gestion pour le compte de tiers ou des investisseurs qualifiés⁷²³, soit à un cercle restreint d'investisseurs⁷²⁴.

507. Si les placements privés n'exigent pas la rédaction d'un prospectus, les investisseurs ne seront pas pour autant privés d'informations nécessaires. Lorsque les offres sont destinées à un petit nombre d'investisseurs l'information est adressée sur une base contractuelle⁷²⁵. S'agissant des placements privés, l'AMF exige une information suffisante dans le cadre des

⁷¹⁹ Art. 2, §1 de la Directive modifiée, transposé à l'art. 212-8 et s. su RG AMF

⁷²⁰ Art. 212-8-1 du RG AMF

⁷²¹ Sont exclues du champ de l'offre au public :

- Certaines opérations en raison de la nature des émissions (ex : offres ou admissions sur un marché réglementé de titres financiers inconditionnellement et irrévocablement garantis ou émis par un État membre de l'Union européenne ou par un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen) ;

- Certaines opérations en raison de leur volume (les offres dont le montant est inférieur à 100 000 euros dans le cadre de l'Union Européenne, les offres adressées à des investisseurs qui acquièrent les titres financiers qui font l'objet de l'offre pour un montant total d'au moins 100 000 euros) ;
Les placements privés.

⁷²² Pour un examen détaillé voir A. Couret, H. Le Nabasque, M.-L. Coquelet, Th. Granier, D. Poracchia, A. Raynouard, A. Reygrobelle et D. Robine, Droit financier : Dalloz, coll. Précis, 2e éd., 2012

⁷²³ Les investisseurs qualifiés sont assimilés par la Directive 2010/73/UE aux clients professionnels de droit ou sur option et aux contreparties éligibles (Art. D. 411-1 du CMF)

⁷²⁴ Le cercle restreint d'investisseurs a été élargi par la Directive 2010/73/UE et a passé de 100 à 150 personnes physiques et morales (Art. D. 411-4 du CMF)

⁷²⁵ S. TORCK, La directive Prospectus 2010/73 enfin transposée dans le Code monétaire et financier, op. cit

opérations qui ne sont pas soumises au régime des offres au public⁷²⁶. Dans sa position l'AMF exige que l'émetteur donne au marché toute l'information utile et suffisante dans le communiqué de lancement et notamment :

- la nature de l'opération (augmentation de capital par émission d'actions, émission de valeurs mobilières donnant accès au capital (OC, OCEANE, ORA, OBSA(AR)...);
- le type d'offre (émission avec ou sans droit préférentiel de souscription, avec ou sans délai de priorité);
- le cadre juridique de l'émission;
- le montant et les raisons de l'émission, l'utilisation prévue du produit de l'émission
- le nombre de titres émis et le pourcentage de dilution susceptible de résulter de l'émission,
- le cas échéant, la garantie, les engagements ou intentions connus de l'émetteur, des principaux actionnaires ou d'investisseurs,
- le cas échéant, toute information relative à des accords connexes conclus avec des souscripteurs (notamment en termes de gouvernance, ...),
- le calendrier prévisionnel de l'opération.
- un renvoi aux principaux risques associés à l'émetteur qui sont publiés dans le document de référence ou le rapport financier annuel.

Toutes ces informations ont pour objet de permettre une décision d'investissement en pleine connaissance de cause.

- *Information en cas d'investissement dans un Organisme de placement collectif (OPCVM et FIA)*

508. L'information avant d'investir dans un OPCVM (régies par la Directive 2009/65/CE UCITS) est assurée par la délivrance avant la souscription d'un document spécial (document

⁷²⁶ Position n° 2013-03

d'information clé pour l'investisseur (DICI) et le prospectus⁷²⁷. Le contenu et la présentation du DICI sont déterminés par le Règlement européen n°583/2010⁷²⁸. Aux termes de ce Règlement, le DICI est un document qui contient les informations essentielles pour les investisseurs comme les objectifs et la politique d'investissement, les instruments dans lesquels le fonds peut investir, le profil de risque et de rendement, les performances passées et les frais de gestion. Le DICI doit constituer une présentation claire, précise et concise de toutes les informations nécessaires permettant de comprendre l'investissement et de comparer facilement les différents fonds⁷²⁹.

509. Les mêmes informations se retrouvent dans le prospectus du fonds, élaboré et publié par une société de gestion ou par une société d'investissement. Aux termes de l'article 69 de la Directive UCITS « *le prospectus contient les renseignements qui sont nécessaires pour que les investisseurs puissent juger en pleine connaissance de cause l'investissement qui leur est proposé, et notamment les risques inhérents à celui-ci* ». Le prospectus précise aussi les catégories d'actifs dans lesquels un OPCVM est habilité à investir et le profil de risque⁷³⁰. Le prospectus contient le règlement du fonds ou les documents constitutifs de la société d'investissement⁷³¹.

510. Tous les fonds qui ne sont pas des OPCVM entrent dans la catégorie assez hétérogène des FIA⁷³². Les informations qu'il faut fournir aux investisseurs dépendent du type de fonds. S'agissant de certains FIA⁷³³, le Code monétaires et financier prévoit l'établissement d'un prospectus. Tel est le cas de certains fonds ouverts à des investisseurs non professionnels comme les fonds à vocation générale⁷³⁴, les fonds de capital investissement⁷³⁵, les fonds de fonds alternatifs⁷³⁶ et les fonds professionnels à vocation générale agréés⁷³⁷ et

⁷²⁷ Section 1 et 3 de la Directive 2009/65/CE

⁷²⁸ RÈGLEMENT (UE) No 583/2010 DE LA COMMISSION du 1er juillet 2010 mettant en œuvre la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations clés pour l'investisseur et les conditions à remplir lors de la fourniture des informations clés pour l'investisseur ou du prospectus sur un support durable autre que le papier ou au moyen d'un site web

⁷²⁹ Cons. 59 de la Directive UCITS : c'est un « *document unique, de longueur limitée, présentant les informations dans un ordre spécifié, constitue le moyen le plus approprié d'obtenir la clarté et la simplicité de présentation dont ont besoin les investisseurs de détail et devrait permettre des comparaisons utiles, notamment quant aux coûts et au profil de risque, pour la décision d'investissement.* »

⁷³⁰ Art. 69 et 70 de la Directive UCITS

⁷³¹ Art. 71 de la Directive UCITS

⁷³² V. l'art. L. 214-24 du CMF

⁷³³ Les fonds d'investissement relevant de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, dits " FIA " – art. L. 214-24 du CMF

⁷³⁴ L. 214-24-62 du CMF

⁷³⁵ L. 214-27 du CMF

⁷³⁶ L. 214-139 du CMF

⁷³⁷ L. 214-143 du CMF

déclarés⁷³⁸. Deux instructions de l'AMF déterminent les informations qu'il faut fournir aux investisseurs.

511. En outre, il faut établir un DICI pour les fonds d'investissement à vocation générale, les fonds de fonds alternatifs et les fonds de capital investissement ouverts à tout investisseur. Les instructions de l'AMF déterminent les informations qu'il faut y inclure⁷³⁹.

512. S'agissant des fonds professionnels à vocation générale, les fonds spécialisés et les fonds professionnels de capital investissement, il faut établir juste un prospectus⁷⁴⁰. Pour les FIA, qui ne nécessitent même pas l'établissement d'un prospectus⁷⁴¹, l'AMF exige la communication d'un certain nombre d'informations préalablement à la souscription de parts⁷⁴² (description de la stratégie et des objectifs d'investissement du FIA ; description des types d'actifs dans lesquels le FIA peut investir ; des techniques qu'il peut employer et de tous les risques associés ; les types d'effets de levier et des sources des effets de levier autorisés et des risques associés ; description des procédures pouvant être mises en œuvre par le FIA pour changer sa stratégie d'investissement ou sa politique d'investissement, ou les deux ; les procédure d'évaluations etc.)

513. Les contenus du DICI et du prospectus sont déterminés dans les instructions de l'AMF. Ces instructions prévoient une information complète pour tout type de fonds afin de connaître les règles d'investissement du fonds, son fonctionnement, les méthodes de gestion et les risques qui y sont associés.

514. On constate qu'un seul article du Règlementa général de l'AMF traite la question de la responsabilité en cas d'inexactitude des informations fournies et il ne concerne que le DICI⁷⁴³ : « *Le document d'information clé pour l'investisseur contient un avertissement clair*

⁷³⁸ L. 214-152 du CMF

⁷³⁹ Voir l'Instruction – DOC-2011-20 pour les fonds d'investissement à vocation générale, les fonds de fonds alternatifs et les fonds professionnels à vocation générale et l'Instruction DOC-2011-22 pour fonds de capital investissement

⁷⁴⁰ Art. 24 de l'Instruction DOC-2011-20 et l'Instruction DOC-2012-06

⁷⁴¹ Ce sont :

- les FIA de droit étranger gérés par une société de gestion de portefeuille,
- les sociétés d'investissement à capital fixe (SICAF) régies par le paragraphe 5 de la sous-section 2 de la section 2 du chapitre IV du titre Ier du livre II du code monétaire et financier,
- les « Autres FIA » mentionnés aux 1° et 2° du III de l'article L. 214-24 du code monétaire et financier
- les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) et les sociétés d'épargne forestière (SEF) régies par le paragraphe 4 de la sous-section 2 de la section 2 du chapitre IV du titre Ier du livre II du code monétaire et financier,
- les organismes de titrisation au sens du II de l'article L. 214-167 du code monétaire et financier

⁷⁴² Instruction DOC-2014-02

⁷⁴³ Art. 412-69 du RG AMF

indiquant que la responsabilité du fonds d'investissement à vocation générale ou de sa société de gestion de portefeuille ne peut être engagée que sur la base de déclarations contenues dans ce document qui seraient trompeuses, inexactes ou non cohérentes avec les parties correspondantes du prospectus du fonds. » Cet article transpose tout simplement l'art. 79 de la Directive UCITS et n'ajoute rien quant au régime de responsabilité de droit commun.

515. En définitive, les investisseurs sont protégés par la réglementation qui s'efforce de fournir une information suffisante afin que les investisseurs puissent apprécier les avantages et les risques de l'investissement projeté. Rien n'est prévu en revanche en cas d'inexactitude des informations fournies. L'absence de régime spécial de responsabilité témoigne d'une protection de l'investisseur uniquement préventive qui se situe en aval.

La question qui se pose est celle de savoir comment établir le préjudice en cas d'informations fausses ou trompeuses, contenues dans un prospectus, dici ou tout autre document délivré à l'investisseur et destiné à éclairer son choix d'investissement.

ii) Etablissement du préjudice

516. L'émetteur ou le prestataire qui communique une information fausse ou trompeuse dans un DICI, un prospectus ou un résumé commet un manquement aux obligations d'information qui peut être sanctionné en application de l'article 632-1 du Règlement général de l'AMF⁷⁴⁴.

517. L'investisseur qui a acquis des titres alors qu'il a été mal informé subit un dommage du fait qu'il a pris sa décision sur une fausse base. L'établissement de son préjudice nécessite d'abord d'établir un lien causal entre la faute et la décision d'investissement : il faut établir que l'information fournie a déterminé la prise de la décision d'investissement⁷⁴⁵. Force est de constater que parmi toutes les informations que la réglementation exige de fournir, elles n'ont pas toutes la même influence sur la décision d'investissement. En outre, certains investisseurs peuvent prêter plus d'attention que d'autres sur une information donnée.

⁷⁴⁴ CA Paris, 20 mars 2007, n° 06/04656 : le fait d'indiquer, dans le prospectus public d'introduction et dans le document de référence sur les comptes, que les prêts étaient assortis de sûretés, alors qu'à cette date, il n'existait aucun nantissement, constitue un manquement à l'obligation d'information du public.

⁷⁴⁵ Les juges du fond ont déjà accepté la nullité d'une souscription dans un organisme de placement collectif pour dol. Cependant, l'action en dol est le plus souvent intentée contre le commercialisateur. Or, il n'établit pas le DICI et le prospectus. Pour que l'action réussisse, il faut en plus prouver qu'il avait connaissance du caractère faux de l'information incluse dans le DICI ou le prospectus, car le dol ne peut être intenté que contre le cocontractant sauf cas de complicité (art. 1116 du Code civil).

518. Il est possible de distinguer deux cas de figure. Premièrement, il faut savoir si l'information erronée a un effet sur la valeur du titre acquis. Si l'information a une répercussion sur la valeur, il sera plus facile d'établir le lien causal. En fait, si l'information fausse a pour effet de gonfler le prix du titre, on voit que l'investisseur a acquis le titre à un prix artificiel qui ne correspond pas à sa vraie valeur. Étant donné que le prix a une influence sur la décision d'investissement d'un investisseur normalement raisonnable, le lien entre la fausse information et la décision d'investissement peut être établi. La démarche suivie est la même qu'en matière d'actes ayant un impact sur le cours d'un titre (cf. diffusion de fausses informations au public et manipulation de cours). Si l'information fausse n'a pas d'effet direct sur le prix, l'investisseur se retrouvera dans une situation délicate car il doit prouver que l'information donnée a déterminé sa décision d'investir. Cette difficulté peut être surmontée par une règle spécifique qui présume le lien causal⁷⁴⁶. Ce type de règles existe déjà dans certains pays de l'Union européenne⁷⁴⁷.

519. En outre, l'investisseur doit prouver le lien causal entre le dommage et son préjudice. Il doit prouver donc sa perte financière. Celle-ci peut résulter aussi bien d'une moins-value ou de l'impossibilité de céder l'actif financier faute d'un marché liquide⁷⁴⁸. Ce lien ne sera pas établi si la dépréciation de la valeur ou l'impossibilité de cession résultent d'éléments extérieurs à la décision d'investissement. L'auteur de la faute peut ainsi prouver que le préjudice résulte des conditions de marché indépendantes de sa faute.

b) Le problème posé par l'information sur les résultats futurs

520. Les informations financières prospectives n'obligent pas leur auteur à des résultats concrets. Sachant qu'une présentation des résultats attendus dans une perspective optimiste peut attirer des investisseurs, il faut savoir distinguer le simple pronostic de la promesse de résultats et donc l'optimiste du mensonge. On va voir que le problème posé par les informations sur les résultats futurs n'est pas traité de la même manière en France et aux États-Unis.

⁷⁴⁶ V. *infra* n°781 et s.

⁷⁴⁷ V. *infra* n°763, n°766 sur le régime du droit allemand et du droit anglais

⁷⁴⁸ S'agissant de l'investissement dans un OPC, il doit s'agir d'une situation, bien exceptionnelle, où le rachat ne peut pas être effectué.

i) *Le cadre réglementaire communautaire et national*

521. Il n'existe pas un texte spécial qui aborde le problème de manière générale sans oublier bien sûr l'obligation de donner une information exacte, précise et sincère. Toutefois, il existe quelques textes qui ont pour objet d'établir une certaine objectivité.

522. En droit interne, l'article 315-3 du Règlement général de l'AMF prévoit que les prestataires de services d'investissement et les analystes financiers **font leurs meilleurs efforts** (sic) pour que « *les faits mentionnés dans la recommandation d'investissement soient clairement distingués des interprétations, estimations, opinions et autres types d'informations non factuelles* ». Il faut donc dissocier les informations factuelles des simples prévisions financières afin d'éviter toute confusion. Cependant, on ne comprend pas pourquoi l'identification ne constitue pas une obligation ferme de résultat, mais juste une obligation de moyens : le texte indique que les prestataires ou les analystes font leurs « *meilleurs efforts* ».

523. Il faut s'attarder plus sur la réglementation communautaire en matière de « prévisions sur les bénéfices ». Ce type de prévisions peut être inséré dans le prospectus. Le Règlement européen n° 809/2004⁷⁴⁹ définit les prévisions sur les bénéfices comme « *une séquence de mots qui énonce expressément ou indique implicitement un chiffre donné ou un chiffre minimal ou maximal correspondant au niveau probable des profits ou des pertes pour l'exercice en cours et/ou les exercices suivants, ou qui contient des données sur la base desquelles les profits ou les pertes futurs peuvent être calculés, même si aucun chiffre particulier n'est indiqué, ni le mot «bénéfice» employé* ». Cette définition large peut couvrir toute information sur des résultats (perte/bénéfices) futurs quand elle permet de calculer le bénéfice ou la perte de l'exercice en cours ou de l'exercice suivant⁷⁵⁰. Lorsque les prévisions sur les bénéfices sont incluses dans le prospectus, il faut présenter d'une part, une description des hypothèses sous-jacentes, et d'autre part, un rapport des contrôleurs légaux. Il faut évoquer le fait que ces prévisions doivent être basées sur des données comptables exactes⁷⁵¹. On constate donc que ces prévisions doivent prendre appui sur une base objective.

⁷⁴⁹ Règlement n° 809/2004 de la Commission du 29 avril 2004 mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel

⁷⁵⁰ V. Position AMF n° 2006-17 - Notion de prévisions de bénéfice

⁷⁵¹ V. Annexe XXV, n° 13 du Règlement européen n° 486/2012 DE LA COMMISSION du 30 mars 2012 modifiant le Règlement (CE) n° 809/2004 en ce qui concerne le format et le contenu du prospectus, du prospectus de base, du résumé et des conditions définitives, et en ce qui concerne les obligations d'information

524. L'AMF considère qu'il est possible de déterminer deux types de prévisions sur les résultats⁷⁵². Il y a d'abord les données considérées directement comme des prévisions de bénéfice, telles que le résultat opérationnel, le résultat d'exploitation et le résultat avant impôt⁷⁵³. La deuxième catégorie inclut les données comptables ou indicateurs financiers qui sous certaines conditions peuvent être considérés comme des *prévisions indirectes* de bénéfices. Ces données sont traitées comme des prévisions sur les résultats si elles permettent de calculer un niveau probable du résultat futur. Dans ces deux cas de figure, le Règlement européen exige une description des hypothèses sous-jacentes et un rapport des contrôleurs légaux.

525. Selon l'AMF les prévisions sur les résultats doivent être distinguées de la présentation d'objectifs futurs⁷⁵⁴. Dans une Position de 2006, l'AMF évoque que le concept « d'objectifs » avait été défini lors des travaux du groupe de travail Lepetit en avril 2000. Ce rapport constatait que « *le rôle généralement attribué aux dirigeants est de communiquer leurs orientations stratégiques, les plans d'action, et les objectifs financiers qu'ils se fixent comme résultat de cette stratégie. Ces objectifs sont généralement pluri-annuels et synthétiques (croissance du bénéfice par action, rentabilité des capitaux engagés, part de marché, etc.) et fondés sur des hypothèses normatives en matière d'environnement économique* ». Il ne s'agit pas ici de calculs précis sur la base de données comptables sinon, il s'agira de prévision sur les résultats relevant du domaine du Règlement européen. Ces objectifs doivent être présentés de manière exacte et non trompeuse. À ce titre on peut donner l'exemple de la décision de la Commission des sanctions de l'AMF qui a condamné la société Air France-KLM et son directeur général pour avoir publié un communiqué de presse qui ne contenait pas une information exacte, précise et sincère sur les perspectives 2010-2011 de la société⁷⁵⁵.

526. Étant donné que les informations sur les objectifs ou les prévisions financières dépendent des conditions du marché et ne relèvent pas de la seule volonté d'un prestataire, l'investisseur ne peut pas fonder sa décision sur la seule base d'un élément incertain. L'AMF rappelle dans la position, déjà citée qu'une « *prévision de bénéfice est par nature incertaine, dans la*

⁷⁵² Position AMF n° 2006-17 - Notion de prévisions de bénéfice

⁷⁵³ Id., p. 9

⁷⁵⁴ Id., p. 3

⁷⁵⁵ Décision du 3 mars 2015, la Commission des sanctions de l'AMF : « *Plus précisément, la Commission des sanctions, a considéré que la rédaction du communiqué était équivoque car elle ne permettait pas de comprendre si le coût définitif de la paralysie de l'espace aérien due à l'éruption d'un volcan islandais intervenue en avril 2010 avait été pris en compte dans les perspectives communiquées. Elle a en revanche écarté l'aspect du grief tiré de l'absence de mention du montant des couvertures pétrole antérieures à 2009* », v. site de l'AMF

mesure où (1) certains événements peuvent ne pas être anticipés du tout ou ne pas se produire tels qu'on les anticipait ou (2) les actions effectives de la direction peuvent différer de ses intentions d'origine, le degré d'incertitude attaché à une estimation de résultat est bien moindre⁷⁵⁶ ». A fortiori, la simple présentation d'objectifs ne peut pas fonder à elle seule une décision d'investissement, parce que les objectifs sont soumis aussi à l'aléa des marchés financiers.

527. Cependant, même s'il ne s'agit que de simples pronostics, ils ne doivent pas être complètement déconnectés de la conjoncture économique. En outre, ils doivent être clairement présentés comme tels. Le préjudice peut résulter alors d'une présentation non objective des prévisions lorsque la base de détermination des prévisions de bénéfice est erronée. En ce qui concerne les objectifs, ils peuvent être présentés de manière trompeuse tout comme des résultats attendus sans mettre en garde l'investisseur qu'ils sont soumis aux aléas des marchés financiers. Il est possible de considérer que l'information fournie sur les bénéfices sera déterminante pour la prise de la décision d'investissement vu que cette information concerne directement les gains espérés. Cependant, à notre avis, il s'agit d'une simple perte de chance, car les bénéfices futurs sont de simples pronostics. L'incertitude qui entoure les objectifs ne nous permet pas de soutenir qu'il existera une perte de chance réelle et sérieuse dans tous les cas.

L'approche américaine est très pragmatique, car elle prend en compte le contentieux susceptible d'être généré par l'annonce de prévisions sur les résultats futurs.

ii) *La « Bespeak caution doctrine » du droit américain*

528. La jurisprudence américaine refuse d'engager la responsabilité des prestataires qui présentent des pronostics sur résultats futurs d'un fonds ou d'une société de manière prudence en mettant en évidence l'existence du risque financier et la possibilité de ne pas atteindre ces résultats en cas de mauvaise évolution du marché. La doctrine américaine désigne cette jurisprudence sous le terme de « *Bespeak caution* » doctrine⁷⁵⁷.

⁷⁵⁶ Position AMF n° 2006-17, op. cité, p. 2

⁷⁵⁷ Voir Donald C. Langevoort, Disclosures that "Bespeak Caution", The Business Lawyer, Vol. 49, No. 2 (February 1994), pp. 481-503. Le terme "bespeak caution" apparaît pour la première fois dans une décision de la 8^{ème} Cour d'appel des Etats-Unis Polin en 1977 v. Conductron Corp 552 F.2d 797, 806 n.28 (8th Cir. 1977), voir

529. En vertu de cette doctrine, les prévisions de résultats dans un prospectus, présentées comme des espérances et non pas comme des résultats futurs attendus, ne peuvent pas donner lieu à une action en responsabilité. Aux États-Unis, la manière dont on présente les résultats a une incidence considérable sur la responsabilité du prestataire. Si les termes du prospectus présentent clairement les résultats futurs comme de simples espérances, le prestataire ne pourra pas être poursuivi si les résultats ne sont pas atteints. En d'autres termes, une rédaction qui présente clairement l'existence du risque, met le prestataire à l'abri de toute action en responsabilité lorsque le fonds ou la société n'atteint pas la performance prévue dans le prospectus.

530. L'application de cette doctrine n'est pas limitée au marché primaire même si l'application la plus courante est celle d'une information sur les résultats futurs présentée dans un prospectus ou lors d'un placement privé. La jurisprudence américaine a déjà appliqué la théorie dans l'hypothèse de diffusion dans la presse de pronostics sur les résultats futurs d'une société⁷⁵⁸.

531. La théorie a pour objet de protéger les émetteurs des actions intempestives des investisseurs mécontents des résultats atteints, par hypothèse moins importants que ceux prévus avant l'achat des titres d'une société ou d'un fonds. L'annonce prudente des pronostics ne permet pas aux investisseurs d'agir en responsabilité. L'idée c'est qu'un investisseur raisonnable est conscient du fait que l'émetteur n'atteint pas dans tous les cas les résultats prévus – ceux-ci dépendent des conditions du marché.

532. Trois observations doivent être faites par rapport à cette protection d'origine jurisprudentielle concernant les pronostics sur les résultats.

- Tout d'abord, cette jurisprudence protectrice ne s'applique pas lorsqu'il s'agit de présentation de faits actuels et passés⁷⁵⁹ car il ne s'agit pas dans ce cas de pronostics. Ces informations doivent être présentées de manière exacte et non trompeuse.

Erin M. Hardtke, What's Wrong With the Safe Harbor for Forward-Looking Statements? A Call to the Securities and Exchange Commission to Reconsider Codification of the Bespeaks Caution Doctrine, 81 Marq. L. Rev. 133 (1997). Accessible à : <http://scholarship.law.marquette.edu/mulr/vol81/iss1/9>

⁷⁵⁸ Pour un ex. Voir *Sinay v. Lamson Sessions Co.*, 948 F.2d 1037 (6th Cir. 1991). En l'espèce, il s'agit d'une information publiée dans la presse.

⁷⁵⁹ Pour un exemple voir la décision de la 2^{ème} Cour d'appel des Etats-Unis *Iowa Public Employees' Retirement System v. MF Global, Ltd.* (2nd Cir. Sept. 14, 2010). Dans cette décision la Cour a désapprouvé la décision de la district Court qui avait appliqué la théorie dans l'hypothèse où le système de gestion des risques n'était pas suffisant, alors qu'il avait été présenté dans le prospectus comme « *robust* » solide

- L'information sur l'existence des risques doit être suffisamment détaillée et non équivoque. Le professeur Langevoort distingue deux courants jurisprudentiels⁷⁶⁰. Tandis que certaines décisions jurisprudentielles écartent la responsabilité de l'émetteur en soulignant l'existence d'informations adaptées aux *risques spécifiques* de l'opération, qui tempèrent ainsi les prévisions optimistes⁷⁶¹, d'autres décisions se contentent de phrases « clichées » sans adapter cette information au contexte de l'opération⁷⁶².
- Ce qui est sûr, c'est que la protection n'est pas accordée en cas d'annonce de rendements fantaisistes ne reposant sur aucun fondement réel. Par conséquent, cette théorie ne s'applique pas aux montages frauduleux de type « ponzi », qui se caractérisent justement par une promesse d'investissement à haut rendement⁷⁶³.

533. Afin d'éviter des *class actions* lorsque les résultats promis ne sont pas atteints, le législateur américain a édicté une règle spéciale ayant pour objet l'interdiction d'une action civile en cas d'annonce de prévisions sur les résultats. Cette disposition fait partie de la loi de réformation du contentieux privé - *Private Securities Litigation Reform Act* de 1995 (PSLRA). La législation américaine prévoit une absence de poursuites si les prévisions sont accompagnées d'avertissements significatifs sur la possibilité que celles-ci ne se réalisent pas⁷⁶⁴. Le domaine d'application de la règle a été considérablement limité puisque la protection n'est pas accordée en cas de prévisions relatives aux offres publiques, aux introductions en bourse et aux personnes déjà sanctionnées pour fraude⁷⁶⁵. Le législateur américain a voulu promouvoir les informations sur les résultats en interdisant les actions en responsabilité abusives⁷⁶⁶. La protection légale contre des actions intempestives vise à

⁷⁶⁰ Donald C. Langevoort, Disclosures that "Bespeak Caution", op.cité, p. 485 et s.

⁷⁶¹ *In re Donald J. Trump Casino Securities Litigation*, 7 F.3d 357, 3d Cir., 1993, cite par Donald C. Langevoort, Disclosures that "Bespeak Caution", op.cité, p. 485

⁷⁶² *Schwartz v. Michaels*, [1992 Transfer Binder]Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 96,920, at 93,840 (S.D.N.Y. July 22, 1992), cité par Donald C. Langevoort, Disclosures that "Bespeak Caution", op.cité, p. 486

⁷⁶³ La fraude type « ponzi » consiste à payer les premiers souscripteurs par les fonds reçus par les souscripteurs postérieurs en leur promettant des rendements très élevés. Le paiement des premiers souscripteurs sert à créer une apparence de fonds à haut rendement. Le système s'écroule lorsque plusieurs souscripteurs demandent le paiement des gains promis en même temps. Voir l'explication de cette fraude par la Security and Exchange Commission : <http://www.sec.gov/answers/ponzi.htm>

⁷⁶⁴ "...forward-looking statement, ... accompanied by meaningful cautionary statements", voir 15 U.S. Code § 78u-5 – "Application of safe harbor for forward-looking statements"

⁷⁶⁵ Voir 15 U.S. Code § 78u-5 b) « Exclusions »

⁷⁶⁶ Erin M. Hardtke, What's Wrong With the Safe Harbor for Forward-Looking Statements? A Call to the Securities and Exchange Commission to Reconsider Codification of the Bespeaks Caution Doctrine, 81 Marq. L. Rev. 133 (1997), p. 145

Accessible à : <http://scholarship.law.marquette.edu/mulr/vol81/iss1/9>

promouvoir la délivrance d'informations financières afin d'assurer une meilleure information des investisseurs⁷⁶⁷.

534. Cette règle coexiste avec la théorie jurisprudentielle⁷⁶⁸. Cependant, le domaine d'application de la législation est beaucoup plus restreint que celui de la jurisprudence. Enfin, il n'est pas inutile d'ajouter que la règle légale a donné lieu à une interprétation divergente en raison de sa rédaction qui prévoit l'absence de responsabilité dans deux situations :

- Soit il s'agit d'une prévision, clairement identifiée comme telle dont le résultat dépend de plusieurs facteurs, et accompagnée d'avertissements significatifs **ou**
- La prévision est annoncée par une personne qui ne savait pas ou ne pouvait pas savoir que l'information sur les prévisions est fausse ou trompeuse⁷⁶⁹.

Pour certains juges, approuvés par une partie de la doctrine, le premier volet de la règle est indépendant du second et une prévision, accompagnée d'avertissements suffisants ne peut pas donner lieu à une action en responsabilité même si son auteur connaissait le caractère faux de la prévision. D'autres juridictions, trouvant eux aussi, une approbation doctrinale, ont décidé que la connaissance du caractère faux ou trompeur de l'information annoncée sur les résultats futurs écarte l'application de la règle⁷⁷⁰. Quant à la Security and Exchange Commission, elle privilégie la deuxième interprétation : la connaissance de l'impossibilité d'atteindre le résultat

⁷⁶⁷ Jonathan B. Lurvey, op.cité, p. 1094

⁷⁶⁸ Erin M. Hardtke, op.cité, p. 152

⁷⁶⁹ Voir 15 U.S. Code §78u-5 – “Application of safe harbor for forward-looking statements”

“(c) Safe harbor

(1) ...a person referred to in subsection (a) of this section shall not be liable with respect to any forward-looking statement, whether written or oral, if and to the extent that—

(A) the forward-looking statement is—

(i) identified as a forward-looking statement, and is accompanied by meaningful cautionary statements identifying important factors that could cause actual results to differ materially from those in the forward-looking statement; or

(ii) immaterial; or

(B) the plaintiff fails to prove that the forward-looking statement—

(i) if made by a natural person, was made with actual knowledge by that person that the statement was false or misleading; or

(ii) if made by a business entity; [1] was—

(I) made by or with the approval of an executive officer of that entity; and

(II) made or approved by such officer with actual knowledge by that officer that the statement was false or misleading.”

⁷⁷⁰ Pour un exposé exhaustif des courants doctrinaux et jurisprudentiels voir Horwich, Allan, “Cleaning the Murky Safe Harbor for Forward-Looking Statements: An Inquiry into Whether Actual Knowledge of Falsity Precludes the Meaningful Cautionary Statement Defense” (2010). Faculty Working Papers. Paper 29.

Accessible à <http://scholarlycommons.law.northwestern.edu/facultyworkingpapers/29>

annoncé ne met plus l'auteur de l'information à l'abri d'une action civile, même si les investisseurs sont mis en garde⁷⁷¹.

535. Il n'est pas certain qu'une disposition comparable puisse prospérer en droit français, à moins de prévoir des conditions d'application très strictes répondant à un objectif d'intérêt général⁷⁷². En effet, le principe de responsabilité a une valeur constitutionnelle et il n'est pas possible d'exclure toute action en responsabilité⁷⁷³. Il faut ajouter que l'utilité d'une telle règle n'est pas très évidente, car le contentieux concernant l'annonce des prévisions sur les résultats n'est pas très abondant.

536. Enfin, en ce qui concerne le préjudice lui-même, il ne s'agit pas d'une perte subie, mais d'un manque à gagner. Or, comme une prévision n'est jamais certaine, les investisseurs ne recevront qu'une indemnisation pour le manque d'opportunité.

Après avoir examiné les effets des actes positifs sur la décision d'investissement, il faut envisager l'effet des abstentions sur celle-ci.

§2. L'abstention fautive ne permettant pas d'éviter une décision d'investissement préjudiciable

537. L'étude de l'effet de l'acte dommageable sur la décision d'investissement révèle que les actes positifs peuvent avoir une incidence considérable sur la prise de la décision par l'investisseur. Dans le présent paragraphe il faut examiner les obligations qui peuvent permettre à l'investisseur d'éviter une décision d'investissement préjudiciable : les obligations d'information et de mise en garde.

A/ Les informations générales

Nous allons nous intéresser d'une part, aux informations générales relatives aux instruments et aux services financiers fournis aux investisseurs et, d'autre part, aux messages publicitaires.

⁷⁷¹ Anand Das, "A License to Lie: The Private Securities Litigation Reform Act's Safe Harbor for Forward-Looking Statements Does Not Protect False or Misleading Statements When Made with Meaningful Cautionary Language", 60 Cath. U. L. Rev. 1083 (2011)
Accessible à <http://scholarship.law.edu/lawreview/vol60/iss4/6>

⁷⁷² G. Merland, L'intérêt général dans la jurisprudence du Conseil constitutionnel, LGDJ, 2004, V aussi Décision n° 2005-522 DC du 22 juillet 2005

⁷⁷³ V. Conseil Constit., Décision n° 2005-522, citée ci-avant

1. Les informations sur les caractéristiques d'un service ou d'un instrument financier

538. En cas d'omission d'informations sur les caractéristiques du service rendu ou du produit souscrit, l'investisseur ne peut pas prendre une décision d'investissement éclairée. La délivrance de ces informations a pour objet d'assurer une décision en pleine connaissance de cause et permet d'éviter un investissement dont le fonctionnement n'est pas compris par l'investisseur.

539. L'établissement du préjudice suite à une omission d'informations connaît deux difficultés principales. D'une part, le préjudice financier résulte de la dépréciation de la valeur des titres acquis et nous avons déjà évoqué le fait que la prise d'une décision d'investissement non éclairée n'a aucun lien avec cette dépréciation. Or, l'absence de répercussion de la décision d'investissement sur la dépréciation de la valeur empêche d'établir le lien entre la décision (le dommage) et le préjudice subi.

540. D'autre part, même si l'investisseur est dûment informé, le même préjudice pourrait être subi vu l'absence d'impact de l'information sur la dépréciation des titres. Par conséquent, on ne doit pas appliquer la perte de chance qui suppose comme on sait un aléa par rapport à la survenance du préjudice en l'absence de la faute. En outre, l'événement doit rester incertain il ne doit pas dépendre de la volonté de la victime⁷⁷⁴.

541. L'investisseur peut être indemnisé au titre d'un préjudice d'impréparation afin de déconnecter son calcul de la dépréciation des titres. Le plus souvent il s'agit d'un préjudice moral. Toutefois, il serait possible d'indemniser intégralement la victime. Elle doit prouver que si elle était informée correctement, elle n'aurait pas agi. Pour ce faire, il faut arriver à prouver que l'information omise était substantielle pour la prise de la décision d'investissement. On arrive ainsi à imputer le préjudice directement à l'omission. Cette situation resterait assez exceptionnelle en pratique⁷⁷⁵.

⁷⁷⁴ V. *supra* n°235

⁷⁷⁵ V. *infra* n°789 sur les possibilités de présumer le lien causal

2. Les messages publicitaires

542. Les informations publicitaires doivent être, tout comme les autres informations destinées aux investisseurs potentiels, *correctes, claires et non trompeuses*⁷⁷⁶. En outre, ce type d'informations doit être distingué clairement des autres informations.

543. On remarquera que les produits financiers ne sont pas des produits comme les autres du fait de l'existence du risque financier. Par conséquent, même si la publicité a pour objet de mettre en valeur le produit proposé, le risque financier doit être indiqué.

Les autorités de régulation ont déjà imposé quelques règles de présentation des informations publicitaires⁷⁷⁷.

- S'agissant du caractère clair de l'information publicitaire, la publicité doit permettre une appréhension facile : la rédaction doit être claire afin d'éviter toute confusion ;
- S'agissant du caractère exact, l'information ne doit pas contenir des informations fausses et elle ne doit pas comporter des éléments contradictoires ;
- S'agissant du caractère non trompeur, les informations publicitaires doivent comporter des informations mentionnant les risques et éviter de présenter juste les avantages de l'investissement. En outre, la publicité ne doit pas omettre des informations essentielles pour la compréhension de l'investissement⁷⁷⁸.

544. Après l'examen de la réglementation, la question qui se pose est de savoir si on peut établir un préjudice résultant d'un message publicitaire. L'existence du préjudice suppose d'abord l'existence d'un dommage. Comment peut-on concevoir la prise d'une décision non éclairée sur la base d'une publicité sachant qu'avant la passation de l'opération financière l'investisseur reçoit toutes les informations nécessaires et il est mis en garde ? Normalement la décision de l'investisseur n'est pas prise sur la base de la seule publicité. La Cour de cassation a cependant jugé que l'incohérence de la présentation de la publicité avec l'investissement proposé peut causer un préjudice même si l'investisseur a reçu une

⁷⁷⁶ Art. 19 de la Directive MIF, transposé à l'art. 533-12 du CMF

⁷⁷⁷ V. Position - Recommandation de l'AMF DOC-2011-24 (Guide pour la rédaction des documents commerciaux et la commercialisation des OPC) ; Recommandation de l'ACPR 2015-R-01

⁷⁷⁸ V. Communiqué de presse AMF du 19 février 2015, L'Autorité des marchés financiers (AMF) et l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) se coordonnent afin d'harmoniser leurs attentes en matière de communication publicitaire

information sur le produit souscrit⁷⁷⁹. Dans un arrêt du 24 juin 2008 la Cour de cassation a imposé une véritable obligation de cohérence⁷⁸⁰.

545. Cette obligation de cohérence peut être rattachée aux obligations d'information et de mise en garde car la Cour de cassation exige de « *mentionner le cas échéant les caractéristiques les moins favorables et les risques inhérents aux options qui peuvent être le corollaire des avantages énoncés* »⁷⁸¹. Par conséquent, le préjudice qui en résulte peut suivre le régime de l'établissement du préjudice né d'une omission d'information. Il s'agit donc le plus souvent d'un préjudice d'impréparation à la perte.

546. Si l'on peut douter de l'existence même du dommage étant donné que la décision n'est pas prise uniquement sur la base d'un message publicitaire, il faut remarquer que la publicité sur les sites internet peut attirer un nombre considérable d'investisseurs non professionnels. L'obligation de cohérence ajoute une sorte de protection supplémentaire pour les investisseurs.

B/ Les mises en garde

547. Nous avons déjà eu l'occasion d'envisager l'effet de l'omission de mise en garde sur la caractérisation du préjudice. Nous allons consacrer nos développements aux obligations de mise en garde, d'origine légale et jurisprudentielle, et à l'identification du préjudice.

1. Les obligations de mise en garde légales et prétoriennes

548. L'obligation de mise en garde d'origine jurisprudentielle s'applique uniquement aux opérations spéculatives lorsqu'elles sont réalisées par un investisseur non averti. Pour autant, le caractère spéculatif d'une opération n'a jamais été expressément défini par la Cour de cassation. À l'examen de la jurisprudence, il est possible de considérer une opération comme spéculative si elle peut entraîner une perte supérieure au capital initial investi. Tel sera le cas

⁷⁷⁹ Cass. com., 24 juin 2008, n° 06-21.798, FP P+B+R+I, Aubin c/ Caisse d'épargne et de prévoyance Île-de-France Paris : JurisData n° 2008-044536, N. Mathey, Obligation d'information du professionnel sur les risques des produits financiers proposés, Rev. Droit banc. et fin., Nov. 2008, n° 6 ; JCP G 2008, act. 486, obs. M. Roussille ; D. 2008, p. 1202, obs. X. Delpech ; RD bancaire et fin. 2008, étude 17, par H. Causse.

⁷⁸⁰ V. N. Mathey, Obligation d'information du professionnel sur les risques des produits financiers proposés, op. cité

⁷⁸¹ V. l'arrêt cité Cass. com., 24 juin 2008

lorsque la victime investit dans des instruments financiers qui incluent en soi un effet de levier⁷⁸². Il faut préciser que la Cour de cassation prend en compte pour l'appréciation du caractère spéculatif non seulement la nature de l'instrument financier, mais aussi le fonctionnement même d'une opération financière. Ainsi, le service de règlement différé est considéré comme spéculatif⁷⁸³, ce que l'on ne peut pas dire pour les opérations réalisées au comptant⁷⁸⁴.

549. L'obligation de mise en garde prétorienne coexiste avec l'obligation de mise en garde légale, issue de la Directive MIF. En application de la Directive MIF, le prestataire est obligé de mettre en garde l'investisseur sur les risques encourus. En droit français, l'obligation de mise en garde est transposée à l'article L. 533-13 du CMF. La mise en garde concerne les risques d'une opération donnée et elle est accompagnée d'un examen préalable des connaissances du client en matière d'investissement et du produit ou du service proposé. Les services de conseil en investissement et de gestion de portefeuille exigent un examen de l'adéquation, alors que pour les autres services, le PSI doit procéder à l'évaluation du caractère approprié du service à fournir⁷⁸⁵. Le domaine de la mise en garde légale se recoupe largement avec celui de l'obligation d'origine jurisprudentielle sauf en ce qui concerne le service de règlement différé⁷⁸⁶.

2. L'identification du préjudice

550. L'absence de mise en garde pose la même difficulté d'établissement du préjudice que d'abstention d'une information sur les caractéristiques d'un service ou d'un instrument. Il est impossible de caractériser un lien causal entre la prise d'une décision sans connaître les risques existants et la dépréciation de la valeur des titres entraînant la perte financière.

551. Cependant, l'omission d'un test d'adéquation⁷⁸⁷ conduit à l'omission de déconseiller un instrument inadapté à l'expérience et les capacités de compréhension de l'investisseur. Dans cette situation, il n'y a pas de frontière très nette entre une simple obligation de mise en garde et une obligation de conseil. Il va s'agir ici de déconseiller un produit financier. Il est possible

⁷⁸² V. *supra* n°72

⁷⁸³ Cass. Com., 13 juillet 2010, n°09-69638

⁷⁸⁴ Cass. Com., 10 février 2015, n°13-28483

⁷⁸⁵ V. art. 313-4 et s. du RG AMF, sur ces deux tests v. *supra* n°382

⁷⁸⁶ V. la transposition à l'art. L. 533-13 du CMF et l'art. 314-18 2° et 4° du RG AMF

⁷⁸⁷ L.533-13, II du CMF

de considérer que l'omission de déconseiller un produit risqué complètement inadapté à la situation d'un investisseur néophyte l'expose à un risque⁷⁸⁸. Cependant, en cas de réalisation du risque, le préjudice ne sera pas égal à la dépréciation des titres, mais juste à la perte qui dépasse le risque financier accepté.

552. Le préjudice sera égal à la perte totale s'il est possible d'imputer cette perte à l'absence de mise en garde. L'investisseur doit prouver que s'il connaissait la gravité du risque pris, il n'aurait pas investi ses fonds. Dans ce cas, l'indemnisation peut correspondre à la perte du capital investi et non seulement à la perte qui dépasse le risque normal.

Section 2 L'établissement d'un préjudice indemnisable en cas de faute causant directement le préjudice

553. Lorsque la faute intervient après la décision d'investissement le dommage n'est pas constitué par une décision non éclairée, mais par l'augmentation du risque de perte et/ou la diminution de la chance de gain. Le préjudice qui peut être subi sera le résultat concret de la réalisation de ce risque créé par l'acte dommageable. S'il est possible de constater les deux éléments et de séparer le dommage du préjudice, en pratique le juge constatera en même temps l'effet de la faute sur le dommage (l'augmentation du risque) et son effet sur le préjudice (la réalisation du risque). Afin de simplifier l'établissement du préjudice et distinguer cette situation de celle dans laquelle il faut lier la prise de la décision d'investissement à la faute, il est possible de parler de préjudice directement causé par la faute. Nous avons déjà évoqué le fait que, lorsque la décision d'investissement est déjà prise, l'investisseur ne doit pas logiquement prouver un lien causal entre celle-ci et l'acte dommageable.

554. En pratique la prise de la décision d'investissement est accompagnée de la signature d'un contrat de prestation de services financiers – gestion de portefeuille pour le compte de tiers, exécution d'un ordre de bourse, ouverture d'un compte-titres *etc.* Dans beaucoup de situations le contrat inexécuté peut être qualifié comme un contrat de mandat. Par conséquent, on va

⁷⁸⁸ S. Bonfils, Le droit des obligations dans l'intermédiation financière, thèse Paris II, sous la dir. de M-A. Frison-Roche, JGDJ 2005, p. 231 : l'intermédiaire financier qui manque à son obligation « *a seulement exposé l'investisseur à un risque en ne le mettant pas à même de prendre des mesures adéquates pour s'en prémunir.* »

examiner successivement le dépassement des limites d'un mandat (§1) et l'inexécution d'obligations contractuelles (§2).

§1. Dépassement des limites d'un mandat

En cas de dépassement des limites d'un mandat, les actes en dépassement sont inopposables à l'investisseur (A), ce qui conduit à reconstituer sa situation avant la passation des actes (B).

A/ Inopposabilité des actes à l'investisseur

555. Le mandant est tenu seulement par les actes qu'il a autorisés⁷⁸⁹. Les actes, passés par le mandataire en dépassement des limites du mandat ne sont pas opposables au mandant. Prenons l'exemple du dépassement des limites du mandat en cas de gestion de portefeuille et d'un ordre de bourse.

1. Gestion de portefeuille pour le compte de tiers

556. La gestion pour le compte de tiers est définie comme un contrat de mandat par l'article D. 321-1 du Code monétaire et financier⁷⁹⁰. L'investisseur donne pouvoir au prestataire d'exécuter des arbitrages en son nom. Le contrat de gestion détermine généralement le profil de risque: gestions à profil prudent, équilibré, dynamique ou agressif⁷⁹¹. La détermination des objectifs de gestion constitue d'ailleurs une mention obligatoire du mandat de gestion⁷⁹². Lorsqu'un arbitrage effectué par le gestionnaire ne correspond pas au profil de risque accepté par le client, il est possible de considérer que c'est un acte dépassant les limites du mandat. Tel sera le cas aussi si le mandataire effectue une opération interdite par le contrat de mandat. Cette situation doit être distinguée de celle dans laquelle le gestionnaire ne réalise pas un

⁷⁸⁹ L'art. 1998 du Code civil : « *Le mandant est tenu d'exécuter les engagements contractés par le mandataire, conformément au pouvoir qui lui a été donné.* »

Il n'est tenu de ce qui a pu être fait au-delà, qu'autant qu'il l'a ratifié expressément ou tacitement. »

⁷⁹⁰ « *Constitue le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers le fait de gérer, de façon discrétionnaire et individualisée, des portefeuilles incluant un ou plusieurs instruments financiers dans le cadre d'un mandat donné par un tiers.* »

⁷⁹¹ J-F Boulier, C. Pardo, Mini guide de la gestion pour compte de tiers ou ce que vous avez toujours voulu savoir sur la gestion d'actifs, Revue d'économie financière, 2005, n°79, p. 41

⁷⁹² V. art. 314-60, 1° du RG AMF, v. aussi I. RIASSETTO, Évaluation et information : la place des objectifs d'investissement du client, Revue de Droit bancaire et financier n° 5, Septembre 2010, comm. 198

choix approprié. Ce cas relève de l'hypothèse de l'exécution fautive d'un mandat de gestion et sera examiné dans le paragraphe suivant.

557. L'acte dépassant les limites du mandat ne sera pas opposable à l'investisseur sauf s'il le ratifie expressément ou tacitement⁷⁹³. S'agissant de la ratification tacite, il faut savoir si l'investisseur qui reçoit des avis d'opéré (informations sur les gains et les pertes) sans protester ratifie tacitement le dépassement du mandat. En effet, les avis d'opéré informent l'investisseur des opérations qui ont été réalisées. Pour la Cour de cassation le simple envoi d'avis d'opéré ne constitue pas une ratification. La Cour de cassation a condamné en 1995 un mandataire (société de change à l'époque) à des dommages et intérêts du fait qu'il n'a pas vérifié si les opérations exécutées n'étaient pas exclues du mandat⁷⁹⁴. Il ressort de cet arrêt que l'envoi des avis d'opéré n'empêche pas le mandant de contester les opérations en dépassement. La Cour a jugé que la « *réception sans protestation ni réserve des avis d'opéré fait présumer l'existence et l'exécution des opérations qu'ils indiquent, elle n'empêche pas le client, comme en l'espèce, de reprocher à celui qui a effectué ces opérations d'avoir excédé les limites de son mandat* ». Il est clair donc que l'absence de protestation du mandant ne vaut pas approbation des opérations qui excèdent les limites du mandat.

558. Cette position a été confirmée dans un arrêt du 9 décembre 2014⁷⁹⁵. En l'espèce, la Cour de cassation a cassé pour manque de base légale l'arrêt de la cour d'appel qui avait jugé que l'envoi « des relevés mensuels et informations quant à la gestion et aux résultats » sans protestation ni réserves permettait d'établir l'acceptation des « *changements d'orientation* ». Sous le visa des articles 1998 et 1947 du Code civil, la Cour de cassation a relevé que les actes étaient réalisés « *contrairement à l'orientation de la gestion et sans y avoir été autorisés [la société mandatée]* ». Par conséquent, les mandataires ne sont pas à l'abri d'une action ayant pour objet de contester le dépassement des limites du mandat même s'ils envoient des avis d'opéré à leurs clients.

⁷⁹³ Art. 1998, al. 2 du Code civil, cité ci-dessus

⁷⁹⁴ Cass. Com. 13 juin 1995 n° 93-17982, Publié au bulletin

⁷⁹⁵ Cass. Com, 9 déc. 2014, n° 13-23673, Non publié au bulletin

2. Ordre de bourse

559. Notion. L'ordre de bourse est la passation d'achats ou de ventes d'instruments financiers réalisés par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement. Il existe trois théories qui essaient de qualifier l'ordre de bourse. D'après une première approche l'ordre de bourse peut être défini comme « *une instruction donnée par un client à son intermédiaire financier afin que celui-ci procède pour son compte à l'achat ou à la vente d'instruments financiers*⁷⁹⁶ ». De point de vue pratique cette approche permet d'apprécier l'opération financière réalisée, mais reste imprécise de point de vue juridique⁷⁹⁷. L'ordre peut être aussi défini comme un contrat⁷⁹⁸. L'investisseur qui souhaite réaliser une transaction sur les marchés financiers transmettra un ordre à un PSI. Celui-ci exécutera cet ordre en vertu d'un contrat conclu avec le donneur d'ordre. Par conséquent l'ordre de bourse sera soumis aux règles de droit commun et notamment aux conditions de validité des conventions. La nature contractuelle peut être confirmée à la lecture de l'article 314-59 du Règlement général de l'AMF, aux termes duquel « *toute prestation de services d'investissement autre que le conseil en investissement fournie à un client non professionnel fait l'objet d'une convention établie sur papier ou un autre support durable* ». Ce texte ne permet pas néanmoins de qualifier plus précisément la nature de ce contrat. Une troisième théorie définit l'ordre de bourse comme un contrat de mandat⁷⁹⁹. L'ordre de bourse est gouverné ainsi à la fois par les dispositions du Code civil qui régissent le mandat et par les dispositions spécifiques établies par les autorités du marché sur lequel il est exécuté⁸⁰⁰.

560. Dès lors, on peut considérer que l'exécution d'un ordre sans suivre les indications données par le donneur d'ordre constitue un dépassement des limites du mandat donné par celui-ci⁸⁰¹. Ainsi, la Cour de cassation a décidé que l'exécution d'ordre après sa durée de

⁷⁹⁶ L. Ruet, Ordre de bourse, Dictionnaire Joly Bourse et produits financiers

⁷⁹⁷ *Id.*

⁷⁹⁸ H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit de la bourse, Litec, 1998, 2e éd., n° 539

⁷⁹⁹ G. Ripert et R. Roblot, Traité de droit commercial, LGDJ, 2004, 17e éd., par P. Delebecque et M. Germain, t. 2, n° 1879 ; L.-M. Martin, Banques et bourses, Traité de droit commercial, Monchrestien, 1991, 3e éd., t. 7, n° 713 et n° 714

⁸⁰⁰ L. Ruet, Ordre de bourse, op. cité. Par exemple, la réglementation de l'Euronext (art. P/M 2.1.2) exige que les membres mettent en place des procédures permettant l'enregistrement et l'audition, via des supports appropriés, des conversations téléphoniques relatives à la réception, l'exécution et la confirmation des ordres.

⁸⁰¹ Sur les différents types d'ordres, v. L. Ruet, Ordre de bourse, op. cité

validité ne lie pas le donneur d'ordre⁸⁰². Par conséquent, la passation de cet ordre doit rester sans effet à l'égard du donneur d'ordre.

Si le mandant n'est lié que par les actes du mandataire faits dans la limite de ses pouvoirs, il faut voir comment remédier à la situation dans laquelle le prestataire a passé un ordre en dépassement.

B/ Reconstitution de la situation de l'investisseur avant la passation de l'acte

561. L'ordre passé en dépassement des limites du mandat, n'engage pas le mandant⁸⁰³. L'acte reste valable, mais il n'est pas opposable au donneur d'ordre. Le prestataire doit exécuter l'ordre pour son propre compte, puisque la Cour de cassation a précisé que le prestataire qui transmet l'ordre du donneur d'ordre agit en tant que commissionnaire⁸⁰⁴. Par conséquent, il reste obligé envers le prestataire exécutant et il ne peut pas demander la nullité d'un ordre erroné.

562. Si l'ordre n'est pas opposable au donneur d'ordre, il ne peut pas subir les conséquences de celui-ci et notamment il ne doit pas subir les pertes engendrées par l'exécution de l'ordre. L'investisseur doit donc être remis dans la situation dans laquelle il se trouvait avant la passation de l'ordre. Ainsi, si son compte titres a été débité, il a droit à un remboursement égal au moment nécessaire pour l'exécution de l'ordre. Il faut ajouter que l'on arrive à ce résultat automatiquement, car l'inopposabilité n'exige pas la preuve d'un préjudice. On revient juste à la situation avant la passation de l'acte en dépassement.

§2. Le manquement aux obligations contractuelles ou réglementaires

563. Après avoir examiné l'hypothèse de dépassement des limites d'un mandat, il s'agit maintenant de déterminer comment établir le préjudice en cas d'inexécution des obligations

⁸⁰² Cass. com., 26 mars 2008, n° 07-11554, Publié au Bull., F-J. Crédot et T. Samin, Exécution d'un ordre après sa durée de validité, Revue de Droit bancaire et financier n° 4, Juillet 2008, comm. 95

⁸⁰³ Selon P. Petel, le mandant est un tiers à l'acte accompli par le mandataire en dépassement de ses pouvoirs, Ph. Petel, Les obligations du mandataire : Litec, Bibliothèque de droit de l'entreprise, n° 80

⁸⁰⁴ Cass. Com. 13 déc. 2011, n°10-10103, I. Riassetto, Exécution d'un ordre de bourse électronique erroné : quelles conséquences pour le PSI ?, Bull. Joly Bourse, 2012 n° 4, p. 164 ; M. Storck, La Cour de cassation précise les sanctions de la violation par le transmetteur d'ordre de ses obligations, RTD com. 2012, p. 156

contractuelles ou réglementaires. Nous allons examiner trois situations particulières⁸⁰⁵ dans lesquelles la faute intervient après la décision d'investissement : l'inexécution d'un mandat de gestion, l'inexécution d'un ordre de bourse et l'exercice d'un droit de vote par une société de gestion.

A/ Le préjudice susceptible de résulter de l'inexécution d'un mandat de gestion

564. L'hypothèse est la suivante : un investisseur a confié la gestion de son portefeuille à un mandataire professionnel et constate des pertes de capital. Afin de mettre la perte à la charge du mandataire, l'investisseur doit prouver d'abord que le mandat de gestion n'a pas été correctement exécuté et ensuite, que la faute de gestion lui a causé un préjudice.

565. L'investisseur est confronté à deux difficultés d'ordre probatoire : la preuve de la faute de gestion du mandataire et la preuve du lien de causalité entre la faute et son préjudice. En ce qui concerne la faute, il faut préciser que la faute résultant de l'inexécution du mandat ne doit pas être confondue avec des éventuels manquements aux obligations précontractuelles d'informations et de mise en garde⁸⁰⁶. En outre, il faut prendre en compte l'acceptation par l'investisseur du risque d'investir dans des titres soumis aux fluctuations des marchés financiers.

566. La présence du risque lié aux fluctuations de cours des titres détermine la nature de l'obligation du mandataire. Il est soumis à une obligation de moyens et il ne peut pas garantir un gain ou une absence de perte. Il incombe alors à l'investisseur de prouver la faute de gestion. Comme chaque PSI, le mandataire doit agir en vertu de l'art. L. 533-11 du CMF de « manière honnête, loyale et professionnelle, servant au mieux les intérêts des clients ». Par conséquent, les arbitrages opérés par le mandataire seront appréciés par rapport à ce modèle de comportement. Le juge va se référer à un modèle de comportement de gestionnaire diligent qui agit dans l'intérêt de son client. Étant donné la nature de l'obligation, en l'absence d'un agissement contraire à une pratique bien établie dans le métier, il serait plus au moins difficile de prouver la faute du mandataire. Par exemple, la diversification du portefeuille est une pratique courante. Cette pratique consiste à ne pas investir tout son capital dans le même type

⁸⁰⁵ Pour l'examen des conséquences d'un délit d'initié, v. §2 de la section 2 du chapitre suivant, n°696 et s.

⁸⁰⁶ Voir Cass. Com. 5 mai 2009, 08-14983, sur la distinction entre l'inexécution du mandat et l'absence d'évaluation préalable du client

d'instrument financier ou dans les titres d'un même émetteur⁸⁰⁷. Il n'est pas possible de mettre à la charge du mandataire son choix d'achat d'un titre donné, qui par la suite perd de valeur. Mais on peut par exemple se poser la question de savoir s'il a opéré une diversification suffisante afin de limiter le risque de perte.

567. En cas d'une gestion fautive, la décision d'investissement précède la commission de la faute et, par conséquent, l'investisseur ne doit prouver que la faute augmente le risque de perte (le dommage) et lui cause un préjudice. L'établissement de ce lien causal suffit pour l'établissement du préjudice. Cependant, l'absence de lien causal entre le dommage et le préjudice empêchera l'indemnisation effective de la perte. La preuve de l'absence de ce lien causal permettra à l'auteur de la faute de s'exonérer. En effet, le préjudice peut être causé par des événements extérieurs n'ayant pas de liens avec la faute. Tel est le cas si la valeur des titres baisse suite à une crise financière. Toutefois, lorsque la faute contribue à l'ampleur du préjudice en cas d'événements extérieurs, son auteur doit être condamné à due concurrence.

568. Afin de remettre l'investisseur dans sa situation antérieure, c'est-à-dire la situation dans laquelle il se serait trouvé en l'absence de la commission de la faute, il faut indemniser non seulement la perte financière, mais aussi le manque à gagner. Il faut voir si sans la faute la victime aurait pu réaliser un gain. Ce qui nécessite de comparer deux situations : celle subie à cause de la faute et la situation de l'investisseur telle qu'elle aurait été sans la faute. Dans la plupart des cas, indemnisation va couvrir la perte financière et la perte de chance de réaliser un gain du fait de l'absence de certitude sur la réalisation d'un gain.

B/ Le préjudice susceptible de résulter de l'inexécution d'un ordre

Parmi les fautes dans l'exécution d'un ordre de bourse, on va examiner la violation de l'obligation de meilleure exécution (*best execution*) et l'absence d'appel en couverture.

1. Best exécution

569. La Directive MIF a supprimé la concentration des ordres en vertu de laquelle un titre admis sur un marché réglementé ne pouvait être négocié que sur celui-ci. Depuis 2007, un

⁸⁰⁷ S'agissant des Organismes de placement collectif, les titres éligibles dans la composition du fond et les ratios d'investissement sont déterminés par la réglementation - v. les articles L. 214-20, L.214-24-55, L.214-160 II, R.214-21, R.214-32-16 et s., R/214-187 et s., R.214-202 et s., R.214-204 ets.

titre admis sur un marché réglementé peut être négocié sur plusieurs systèmes de négociation. A l'image de l'obligation américaine (order protection rule)⁸⁰⁸ la Directive MIF a imposé aux intermédiaires d'exécuter au mieux les ordres de leurs clients (*best execution*).

a) Cadre réglementaire

570. L'obligation de meilleure exécution ou *best execution*, si on utilise le terme anglais, est imposée par la Directive MIF à la charge des prestataires pour l'exécution des ordres de leurs clients. Aux termes de l'art. 21 de la Directive MIF 1⁸⁰⁹ les « *États membres exigent des entreprises d'investissement qu'elles prennent toutes les mesures raisonnables pour obtenir, lors de l'exécution des ordres, le meilleur résultat possible pour leurs clients compte tenu du prix, du coût, de la rapidité, de la probabilité de l'exécution et du règlement, de la taille, de la nature de l'ordre ou de toute autre considération relative à l'exécution de l'ordre. Néanmoins, chaque fois qu'il existe une instruction spécifique donnée par les clients, l'entreprise d'investissement exécute l'ordre en suivant cette instruction* ».

Cette règle a été reprise par la nouvelle Directive MIF 2⁸¹⁰ à l'article 27.

571. La *best execution* est caractérisée par trois éléments qui ne changent pas avec la MIF 2 :

- S'agissant de son domaine d'application, la *best execution* ne s'applique pas aux contreparties éligibles⁸¹¹. Ce qui est normal puisqu'elles sont sur un pied d'égalité avec le prestataire⁸¹².
- S'agissant de son exécution, elle repose sur une approche multicritères. Le prix est un critère parmi les autres cités ci-dessus, sauf pour les clients de détails pour lesquels le prix constitue le critère déterminant. Ce système oblige le prestataire à comparer et

⁸⁰⁸ Sur la différence de la règle américaine et de la règle européenne voir B. François, Les marchés financiers américains : quels enseignements pour l'Europe, Les défis actuels du droit financier, sous la dir. de A. Couret et C. Malecki, éd. Joly, 2010 p. 104, spéc. p. 108

⁸⁰⁹ Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers (MIF 1), transposée à l'art. L. 533-18 du CMF, art. 314-69 du RG AMF et s.

⁸¹⁰ 2014/65/UE du 15 mai 2014

⁸¹¹ Art. 24 Directive MIF 1, art. 30 Directive MIF 2. Le dispositif MIF 2 est composé d'une Directive (MiFid 2) et d'un Règlement européen (MiFir 2) et il doit remplacer complètement la Directive MIF 1 à partir du 3 janvier 2017

⁸¹² Les contreparties éligibles peuvent demander l'application de la *best execution* et les autres obligations de bonne conduite – art. 24, §2, al. 2 MIF 1 et art. 30, §2, al. 2 de la MiFid

trouver les meilleures conditions pratiquées sur les plateformes de négociation permettant d'obtenir le meilleur résultat pour le client.

- S'agissant sa mise en œuvre, le prestataire doit établir une politique d'exécution des ordres qui détermine les critères qui sont pris en compte et les lieux d'exécution⁸¹³.

572. La transparence pré et post négociation. La best execution repose d'abord sur la connaissance des prix pratiqués sur les différentes plateformes. Cette connaissance est facilitée par la transparence pré-négociation. La transparence pré-négociation est l'obligation de publier les prix et les volumes auxquels les prestataires d'investissement sont prêts à exécuter les ordres d'achat ou de vente. En outre, afin de pouvoir contrôler l'exécution des ordres, il faut connaître les prix auxquels les ordres ont été exécutés sur les différentes plateformes. C'est la transparence post négociation. Le Règlement Mifir 2 a amélioré la transparence pré et post-marché⁸¹⁴ de deux manières. Tout d'abord, tous les lieux de négociations sont soumis aux obligations de transparence (marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation (MTF), les nouveaux systèmes organisés de négociation (OTC) et l'internalisateur systématique⁸¹⁵. En outre, ces obligations vont s'appliquer aux instruments financiers dérivés⁸¹⁶. La Directive MIF 1 ne prévoit pas un système de publication des données financières consolidées au niveau européen. L'amélioration du système vient avec la Directive MIF 2 qui prévoit un agrément spécial pour des opérateurs qui auront pour activité de consolider les données (consolidated tape providers CTP). Les CTP vont consolider les données post-négociation de toutes les plate-formes de négociation (marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation (MTF) et les systèmes organisés de négociation (OTC) et les APA (dispositif de publication agréé). Aux États-Unis la consolidation des données a été introduite en 1975⁸¹⁷. Au niveau communautaire, le système prévu par la MIF 2 ne sera pas mis en place immédiatement. En plus, son application commencera par la création de données consolidées juste pour les actions. En outre, la difficulté de créer une base de données consolidée pour les dérivés a été prise en compte par la Mifid. Celle-ci prévoit de

⁸¹³ Étant donné qu'il serait trop compliqué de comparer l'intégralité des marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation, les internalisateurs systématiques ou les fournisseurs de liquidité d'un État tiers de l'Union européenne, il est important que la politique détermine précisément les lieux de négociation sur lesquels le PSI exécute les ordres.

⁸¹⁴ Les exceptions aux règles de transparence pré-négociation sont soumises à des règles strictes et doivent être autorisées par les autorités de régulations, alors que la transparence post-négociation ne connaît d'autres dérogations que le reporting différé.

⁸¹⁵ Voir Titre II, Chapitre I du MiFir

⁸¹⁶ Titre II, Chapitre II du Mifir

⁸¹⁷ Voir B. François, Les marchés financiers américains : quels enseignements pour l'Europe, op. cité, p. 111

retarder sa mise en place⁸¹⁸. Or, l'absence de transparence rend plus difficile la preuve d'une mauvaise exécution de l'ordre.

b) Établissement du préjudice en cas de violation de l'obligation de *best execution*

573. L'hypothèse est la suivante : l'ordre n'a pas reçu la meilleure exécution parce qu'il n'a pas été exécuté au meilleur prix, il n'a pas été exécuté dans les meilleures conditions possibles ou il n'a pas été exécuté faute de contrepartie.

574. L'ordre de l'investisseur est qualifié juridiquement comme un contrat. Par conséquent, l'investisseur doit agir sur le fondement de la responsabilité contractuelle. Il doit établir la faute contractuelle, son préjudice et le lien de causalité entre la faute et le préjudice.

575. **La preuve de la faute.** La Directive MIF exige des prestataires qu'ils « **prennent toutes les mesures raisonnables pour obtenir** » la meilleure exécution. Toutefois il faut ajouter que la comparaison des prix sur les différentes plates-formes de négociation et leurs conditions d'exécution n'inclut pas toutes les plates-formes existantes⁸¹⁹. A partir de ces éléments, on peut déduire que la *best execution* est une obligation de moyens⁸²⁰. Par conséquent, l'investisseur doit rapporter la preuve de la faute du prestataire. Il doit notamment prouver que l'intermédiaire n'a pas mis tous les moyens qui étaient à sa disposition pour atteindre le résultat promis. L'approche multicritère rend cette preuve plus difficile. En fait, les critères comme le prix, le coût total, la rapidité d'exécution, la probabilité de l'exécution en fonction de la taille ou de la nature de l'ordre peuvent être tous pris en compte par l'intermédiaire pour l'exécution d'un ordre. La Directive MIF n'opère pas une hiérarchisation entre les différents critères⁸²¹. Le prestataire n'est pas obligé de privilégier l'un des critères énumérés. Par conséquent, s'il peut justifier son choix de critères, sa faute ne sera pas établie.

⁸¹⁸ Voir cons. 118 de MiFid

⁸¹⁹ En Juin 2014 il y a 151 MTF et 105 marchés réglementés enregistrés, voir la base de données ESMA http://mifidatabase.esma.europa.eu/Index.aspx?sectionlinks_id=16&language

⁸²⁰ Dans ce sens T. Bonneau, F. Drummond, Droit des marchés financiers, Economica, 2^{ème} éd., p. 544

⁸²¹ Dans sa Position-recommandation 2014-07 l'AMF « suggère » quelques éléments à prendre en compte sans pour autant établir une hiérarchie : « *le recours à une chambre de compensation par une plateforme, la transparence du processus de formation des prix (pré-négociation), la simplicité des mécanismes d'exécution, la diversité des services offerts (horaires de cotation élargis, types d'ordres proposés) ainsi que la possibilité de fournir aux clients une information complète et intelligible sur les mécanismes d'exécution* ».

576. Il faut ajouter que, lorsque les intermédiaires doivent rechercher le meilleur résultat possible selon l'approche multicritère, l'application des critères doit être adaptée à la situation du client et au type d'ordre⁸²².

577. Cependant, lorsque le client est un client de détail, le critère qu'il faut prendre en compte c'est le prix⁸²³. Le prix d'un ordre est composé par le prix de l'instrument financier lui-même et les coûts liés à l'exécution, « *lesquels incluent toutes les dépenses exposées par le client directement liées à l'exécution de l'ordre, y compris les frais propres au lieu d'exécution, les frais de compensation et de règlement et tous les autres frais éventuellement payés à des tiers ayant participé à l'exécution de l'ordre*⁸²⁴ ». Dans ce cas, il est beaucoup plus facile d'établir que l'obligation n'a pas été exécutée. L'investisseur doit juste comparer les prix – celui de son exécution et le prix pratiqué sur un autre lieu d'exécution.

578. Il a été déjà examiné que l'intermédiaire doit établir une politique d'exécution des ordres. Cette politique d'exécution fait partie du contrat liant le prestataire à son client. Selon les professeurs Thierry Bonneau et France Drummond, ce document contractuel peut prévoir une *présomption de best execution* lorsque l'ordre est exécuté en conformité avec la politique d'exécution⁸²⁵ : « *le client est considéré comme ayant accepté la politique d'exécution et il ne peut pas reprocher par la suite au prestataire qu'il n'a pas exécuté son ordre sur une plateforme qui n'est pas mentionnée dans la politique d'exécution* ». Le client peut cependant toujours établir que la politique n'a pas été suivie. Dans ce cas, il peut établir une mauvaise exécution de son ordre, car le non-respect de la politique d'exécution constitue une faute contractuelle. En outre, le Règlement général de l'AMF impose un réexamen de la politique. Le PSI doit vérifier régulièrement que sa politique permet d'obtenir le meilleur résultat possible pour le client et il doit procéder à des modifications de ses dispositifs en matière

⁸²² Voir l'art. 314-69 RG AMF : « *Pour l'application du I de l'article L. 533-18 du code monétaire et financier, lorsqu'il exécute les ordres de clients, le prestataire de services d'investissement tient compte des critères ci-après pour déterminer l'importance relative des facteurs mentionnés au I dudit article :*

1° *Les caractéristiques du client, y compris sa qualité de client non professionnel ou de client professionnel ;*

2° *Les caractéristiques de l'ordre concerné ;*

3° *Les caractéristiques des instruments financiers qui font l'objet de cet ordre ;*

4° *Les caractéristiques des lieux d'exécution vers lesquels cet ordre peut être acheminé. »*

⁸²³ Le cons. 67 de la Directive d'application 2006/73/CE prévoit la possibilité de donner la priorité à d'autres critères dès lors qu'ils « *influent de manière déterminante sur l'obtention du meilleur résultat possible, exprimé en coût total, pour le client de détail* ».

⁸²⁴ Art. 44, § 3 de la directive d'application de la MIF 1 2006/73/CE, Art. 27, §1, al. 2 Mifid 2

⁸²⁵ T. Bonneau, F. Drummond, Droit des marchés financiers, op. cité, p. 545

d'exécution⁸²⁶. Il est possible alors d'établir un manquement à l'obligation de best execution dans deux cas : soit la politique n'a pas été suivie, soit elle n'a pas été actualisée⁸²⁷.

579. En ce qui concerne l'établissement du préjudice, on peut constater que la faute intervient après la décision d'investissement. Par conséquent, l'investisseur n'a pas besoin d'établir un lien causal entre sa décision d'investissement et la faute, il doit juste établir un lien de causalité entre la faute et son préjudice. Le préjudice résulte d'une mauvaise exécution – l'ordre n'a pas été exécuté faute de contrepartie ou il a été exécuté à des conditions qu'il considère moins avantageuses que celles qu'il pouvait obtenir normalement. Le préjudice est constitué par la différence entre la meilleure exécution possible et ce qui a été obtenu par l'intermédiaire. Concrètement c'est la différence entre la situation de la victime après la faute et sa situation telle qu'elle devrait exister en l'absence de la commission de la faute.

2. Appel en couverture

Avant d'examiner la question de l'indemnisation du préjudice subi en cas de manquement à l'obligation d'appel en couverture, il est nécessaire de déterminer la fonction de cette obligation et sa nature.

a) Fonction de l'obligation de couverture

580. Afin de sécuriser les opérations sur les marchés financiers et éviter la défaillance d'un intervenant, le droit financier prévoit plusieurs mécanismes de garantie. À côté de la garantie personnelle des adhérents des marchés (l'obligation de du croire), il existe aussi des garanties réelles. Le Règlement général de l'AMF exige un dépôt de garantie, encore appelé dépôt de couverture ou *deposit*⁸²⁸ en anglais, pour les opérations sur instruments dérivés⁸²⁹ et le service

⁸²⁶ . L'article 314-73 du RGAMF prévoit que « *Le prestataire de services d'investissement surveille l'efficacité de ses dispositifs en matière d'exécution des ordres et de sa politique en la matière afin d'en déceler les lacunes et d'y remédier le cas échéant. En particulier, il vérifie régulièrement si les systèmes d'exécution prévus dans sa politique d'exécution des ordres permettent d'obtenir le meilleur résultat possible pour le client ou s'il doit procéder à des modifications de ses dispositifs en matière d'exécution. Le prestataire de services d'investissement signale aux clients toute modification importante de ses dispositifs en matière d'exécution des ordres ou de sa politique en la matière* ».

⁸²⁷ Voir, Question/ Réponse de CESR/07-320, Question n° 24 et la Position-recommandation AMF n° 2014-07

⁸²⁸ Ce dépôt constitue juridiquement une fiducie-sûreté (voir D. Logeais, Sûretés et garanties du crédit, 2ème éd. 1999, LGDJ, p. 410 ; S. Agbayissah, Le transfert de propriété à fin de garantie sur les marchés réglementés, Une sûreté fiduciaire, JCP 1996, éd. E, I, 606, n°17). Si aucune défaillance ne se produit, les actifs doivent être restitués au donneur d'ordre, voir Bonneau, F. Drummond, Droit des marchés financiers, Economica 2010, n°901.

de règlement différé (SDR)⁸³⁰. Cette garantie doit être constituée par le donneur d'ordre afin de pallier le risque de contrepartie, c'est-à-dire le risque de défaillance de l'une des parties⁸³¹. Le dépôt de garantie est généralement composé d'espèces ou de titres financiers.

581. La constitution du dépôt de garantie doit être *préalable* à l'opération sur les dérivés ou le service SDR. Aux termes de l'article 516-2 du Règlement général de l'AMF : « *le prestataire qui reçoit un ordre à règlement ou livraison différés ne peut accepter un tel ordre de la part de l'investisseur que s'il obtient de celui-ci la constitution d'une couverture soit dans ses livres, soit dans les livres du teneur de compte conservateur s'il n'assume pas lui-même cette fonction* ».

582. La question qui se pose est de savoir quelle sera la conséquence pour le PSI s'il exécute un ordre en dépit de l'absence de constitution de couverture et si l'investisseur peut agir en justice afin d'être indemnisé pour les pertes subies en cas d'exécution des ordres sans constituer de couverture.

583. Dans un premier temps, la jurisprudence a refusé d'admettre que l'absence d'appel en couverture pût être invoquée par un investisseur pour former une action en responsabilité⁸³². Les juges ont considéré que les règles professionnelles relatives à la constitution de la couverture avaient pour seul but de protéger le marché et le professionnel. Cette conception ne permettait pas aux investisseurs d'agir en responsabilité contre le PSI en l'absence d'appel en couverture.

584. Afin de s'opposer aux demandes de paiement du solde débiteur après l'exécution des ordres non couverts, les investisseurs ont continué d'opposer aux PSI l'absence d'appel en couverture. Prenant appui sur le fait que la couverture permet aux donneurs d'ordre de prendre conscience de l'ampleur du risque encouru, la Cour de cassation a opéré un revirement. La Cour de cassation a jugé que la constitution d'une couverture protégeait non seulement le marché et le PSI, mais aussi les investisseurs⁸³³. Par conséquent, l'absence d'appel en

⁸²⁹ Art. 516-15 Règlement général de l'AMF

⁸³⁰ Art. 516-2 du Règlement général de l'AMF

⁸³¹ T. Bonneau, F. Drummond, Droit des marchés financiers, Economica 2010, n° 896

⁸³² Com. 10 déc. 1996, Bull. Joly Bourse, mars-avril 1997, §22, p. 205, note H. De Vauplane, I. Najjar, La "couverture" du marché à terme, D. 1993, p. 45 ; Com., 8 juillet 2003, D. 2003, act. Jurispr. p. 2095, obs. V. Avena-Robardet ; Bull. Joly bourse septembre-octobre 2003, § 75, p. 591, note L. Ruet ; Banque et droit n° 91, septembre-octobre 2003, p. 48, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre ; JCP E 2003, 1589, note Ph. Goutay

⁸³³ Com. 26 févr. 2008, n° 07-10.761, D. 2008. AJ. 776, obs. X. Delpech, et Chron. C. cass. 1231, obs. M.-L. Bélaval et I. Orsini ; RTD com. 2008. 371, obs. M. Storck ; LPA 2008, n° 113, p. 9, note L. Ruet, n° 142, p. 16, note F. Bussière et A.-D. Merville ; RD banc. fin. 2008, n° 3, obs. A.-M. Muller

couverture du PSI pouvait donner lieu, non seulement à une sanction disciplinaire⁸³⁴, mais aussi à une action en responsabilité.

585. Afin de déterminer comment indemniser l'investisseur, il faut savoir quelle est la nature de l'appel en couverture : s'agit-il d'un aspect de l'obligation d'information ou d'une obligation spécifique et indépendante de l'obligation d'information ? En effet, rattacher l'appel en couverture à l'obligation d'information détermine automatiquement le préjudice pris en compte par la jurisprudence : ce sera juste une perte de chance d'éviter la perte.

b) Nature de l'obligation d'appel en couverture

586. Dans son arrêt de revirement la Cour de cassation a rattaché l'obligation de couverture à l'obligation d'information. Il a été observé qu'il serait tentant de rattacher l'appel en constitution préalable de couverture à l'obligation d'information ou plus précisément à l'obligation de mise en garde. M. Goutay considère que *"l'opérateur pourra être dissuadé de passer un ordre en bourse s'il était informé qu'à titre de couverture, il doit verser une somme importante, qui lui fera alors prendre conscience de l'importance corrélative des risques pris, alors que le silence gardé par l'intermédiaire n'éveillera peut-être pas cette prise de conscience »*⁸³⁵.

587. Ce rapprochement peut s'avérer artificiel si on prend en compte que la prise de conscience du risque encouru doit s'opérer après la délivrance de toutes les informations précontractuelles. Or, comme il a été évoqué, la passation d'un ordre ou d'une opération est précédée de la délivrance d'informations détaillées et d'une mise en garde.

588. D'autre part, si l'appel en couverture se présente comme un aspect de l'obligation d'information, elle doit être adaptée à la situation particulière de l'investisseur. S'il s'agit d'un professionnel, il ne devrait normalement pas être informé. En d'autres termes, il ne devra pas être appelé en couverture. Or, à la lecture des textes, le PSI n'est pas obligé d'adapter l'appel en couverture en fonction de la qualité de l'investisseur. En effet, la constitution de la couverture a pour finalité d'empêcher la passation d'un ordre non couvert. Peu importe par conséquent la qualité de l'investisseur qui passe l'ordre non couvert. Comme l'a très justement

⁸³⁴ Cette faute professionnelle sera sanctionnée par l'AMF - voir AMF, déc. du 27 mai 2004, Banque et Droit, n°96, juillet-août 2004.36, obs. J. Daigre et H. De Vauplane

⁸³⁵ P. Goutay, L'inobservation de l'obligation de couverture des opérations sur le marché à règlement mensuel ne peut être soulevée par le client, JCP E 2003, n°45, Commentaire 1589

observé Monsieur Goutay, « la logique de la couverture est celle de la maîtrise d'un risque standardisé et uniformisé alors que la logique de l'information est celle de la connaissance de ce risque ramenée à une personne⁸³⁶ ». En définitive, l'obligation d'appel en couverture ne constitue pas un simple aspect de l'obligation d'information. Dès lors, l'absence d'appel en couverture ne doit pas donner lieu à une perte de chance. Or, selon la jurisprudence le manquement à l'obligation d'information ou de mise en garde prive seulement l'investisseur de la possibilité d'opérer un investissement en connaissance de cause.

589. Cette considération a été prise en compte par la Cour de cassation. Elle a cassé un arrêt de la cour d'appel qui avait limité l'indemnisation d'un investisseur qui invoquait l'absence d'appel en couverture à la seule perte de chance⁸³⁷. L'arrêt de censure montre que la perte de chance n'a plus de place dans le contentieux de la responsabilité des professionnels en cas d'absence d'appel en couverture⁸³⁸. Pour la Cour de cassation, le prestataire qui laisse un investisseur passer des ordres sans couverture doit indemniser la totalité des pertes subies. On peut conclure que la constitution de la couverture a été complètement détachée de l'obligation d'information et de mise en garde.

590. Pour justifier l'indemnisation de la totalité des pertes, certains auteurs soutiennent l'idée selon laquelle les donneurs d'ordre peuvent obtenir la résolution des opérations exécutées en l'absence de couverture. Or, en cas de résolution de l'ordre, les prestataires ne peuvent pas obtenir le paiement des pertes générées par des opérations non couvertes⁸³⁹. On peut observer que le Règlement général de l'AMF exige du prestataire de s'assurer que la couverture est constituée avant d'accepter de transmettre un ordre⁸⁴⁰. C'est la raison pour laquelle, certains auteurs considèrent que l'ordre initial sans couverture doit être considéré comme nul⁸⁴¹.

591. Selon Madame Muller la couverture constitue une condition de validité des ordres du fait de son caractère impératif et l'absence de possibilité pour l'intermédiaire de refuser ou d'accepter la couverture. Faisant l'analogie avec un banquier qui n'accepte de prêter de l'argent qu'à condition d'une garantie, Madame Muller considère que la couverture est une condition de la passation des ordres parce qu'elle constitue aussi une garantie pour le professionnel. Or,

⁸³⁶ *Idem*

⁸³⁷ Com. 22 mai 2012, n° 11-17936

⁸³⁸ L. Ruet, Le contentieux de l'indemnisation des pertes boursières en cas de spéculation à découvert, Bull. Joly Bourse 2012, n°9, p. 344

⁸³⁹ H. Hovasse, Dr. sociétés, mars 1995, n°65

⁸⁴⁰ Voir art. 516-2 et art. 516-3 du RG AMF.

⁸⁴¹ L. Ruet, La couverture, condition (essentielle) de la formation des ordres de bourse à terme, Bull. Joly Bourse, 2000, n°109, p. 521, A. Muller, Droit des marchés financiers et droit des contrats, Economica 2007, n°119

un bon professionnel ne permettra pas la passation d'une opération sans avoir reçu une garantie⁸⁴².

592. L'application de la nullité à un ordre non couvert peut s'avérer délicate. L'ordre non couvert sera transmis pour exécution au teneur du marché. Après l'enregistrement de l'ordre celui-ci devient irrévocable. En application des règles du marché, l'action en nullité peut être réalisée cependant par l'Euronext dans certaines hypothèses seulement ou à la demande d'une contrepartie dans des très brefs délais⁸⁴³.

593. Qu'en est-il de droit commun ? La couverture est-elle une condition de validité d'un ordre de bourse ? Tout ordre de bourse ne nécessite pas une couverture. Celle-ci n'est exigée que pour la passation des ordres sur des instruments dérivés et en cas SDR. En outre, étant donné que l'ordre constitue un contrat, il sera valable entre les parties si elles se mettent d'accord sur tous les éléments essentiels du contrat. Dès lors, si le PSI accepte de passer un ordre non couvert, on peut considérer que dans ce cas là, la garantie n'est pas un élément essentiel pour lui.

594. Pour certains auteurs, l'idée que la garantie constitue une condition de validité de l'ordre n'est pas acceptable et doit être écartée, parce que aucun texte ne subordonne la validité de l'ordre à sa couverture⁸⁴⁴.

595. Un autre argument permet de réfuter la nullité de l'ordre en l'absence de couverture. L'ordre passé sans couverture déclenche une autre obligation : celle de liquider les positions du donneur d'ordre. L'article 516-5 prévoit la conséquence d'une absence de couverture initiale ou complémentaire :

« Lorsque le donneur d'ordre n'a pas, dans le délai requis, constitué ou complété la couverture ou rempli les engagements résultant de l'ordre exécuté pour son compte, le prestataire de services d'investissement procède à la liquidation partielle ou totale de ses engagements ou positions ». Cette liquidation permet de supprimer immédiatement les opérations qui ne sont pas couvertes et d'éviter les pertes potentielles⁸⁴⁵. La liquidation des

⁸⁴² A. Muller, op.cité, n°120

⁸⁴³ V. l'article 4403/3 des Règles de marché d'Euronext : « *Annulation de transactions ou de cours* »

⁸⁴⁴ M. Piniot, Opération de bourse : Responsabilité des intervenants. Analyse de la jurisprudence récente de la Cour de cassation, RJDA1/1995, p. 3 et s.

⁸⁴⁵ T. Bonneau, F. Drummond, Droit des marchés financiers, Economica 2010, n° 908

positions constitue aussi une obligation pour le PSI et apparaît comme une sanction pour le donneur d'ordre car elle est effectuée à ses risques et périls⁸⁴⁶.

596. En l'absence de liquidation des positions par le PSI, le donneur d'ordre peut engager sa responsabilité. La question qui se pose est de savoir si le prestataire peut lui opposer l'absence de constituer une couverture même après un appel express. Dans cette hypothèse, il est possible de considérer que le donneur d'ordre a commis une faute susceptible de limiter le montant de sa réparation.

597. La jurisprudence exclut la possibilité d'une exonération même partielle du professionnel en cas d'appel en couverture certes tardif, mais qui n'a pas été suivi de constitution de couverture par le donneur d'ordre⁸⁴⁷. La Cour de cassation a jugé en 2012 que l'investisseur qui retarde délibérément la liquidation de ses positions a droit à une indemnisation intégrale. La faute du donneur d'ordre n'a pas pour effet d'indemniser partiellement le prestataire, parce qu'elle « *n'aurait pu être commise* » en l'absence de celle du prestataire⁸⁴⁸.

598. Dans une décision antérieure, la Cour de cassation a reproché à la cour d'appel qui avait refusé d'indemniser le donneur d'ordre du fait de l'absence de liquidation de ses positions, de ne pas avoir recherché si la faute du prestataire avait « *permis l'aggravation du solde débiteur du compte de son client et ainsi causé à celui-ci un préjudice dont elle lui devait réparation* »⁸⁴⁹. Cette solution a été confirmée par la suite pour le même motif : « *qu'en se déterminant ainsi, sans rechercher, comme elle y était invitée, si, en manquant à son obligation de procéder à la liquidation des positions insuffisamment couvertes, la banque n'avait pas permis l'aggravation du solde débiteur du compte de sa cliente et ainsi causé à celle-ci un préjudice dont elle devait réparation, la cour d'appel n'a pas donné de base légale à sa décision* »⁸⁵⁰. Dans ces deux arrêts les juges du fond avaient écarté toute responsabilité du professionnel, alors que dans l'arrêt de 2012 la cour d'appel a retenu la faute du donneur d'ordre qui avait pour effet d'opérer un partage de responsabilité⁸⁵¹.

599. Ce qui justifie pour la Cour de cassation le rejet du partage des responsabilités c'est le fait que la faute du donneur d'ordre n'existe qu'à cause de celle du prestataire. Elle nie le fait que l'absence de couverture se trouve aussi à l'origine du dommage. Nous partageons

⁸⁴⁶ K. Medjaoui, Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers, Thèse Paris I 1994, LGDJ

⁸⁴⁷ Com. 26 juin 2012, n° 11-11450, Bull. Joly Bourse 2012, n°10, p. 421, note L. Ruet

⁸⁴⁸ Com. 26 juin 2012, déjà cité

⁸⁴⁹ Com., 7 avr. 2010, n° 09-14.022

⁸⁵⁰ Com., 14 déc. 2010, n° 09-72.521

⁸⁵¹

l'opinion du Professeur Bonneau, selon lequel cette justification n'est pas convaincante⁸⁵². Si on regarde la chronologie des fautes, il faut remarquer que c'est la faute du donneur d'ordre qui se trouve à l'origine de la faute du professionnel et pas inversement⁸⁵³. Le Professeur Bonneau a très justement observé que « *si le client avait couvert ses positions conformément aux règles en vigueur, le professionnel n'aurait pas manqué à son obligation de liquider d'office les positions non couvertes. Autrement dit, la faute du client paraît tout aussi déterminante que celle du professionnel de sorte qu'elle aurait dû être prise en compte, et non pas être, en quelque sorte, absorbée par celle du professionnel* »⁸⁵⁴.

600. Seule la volonté de protéger l'investisseur permet de justifier cette solution, car elle n'est pas très orthodoxe au regard de la logique des règles de la causalité. On se trouve dans une situation où il y a une pluralité de fautes qui se trouvent à l'origine du préjudice final. Lorsque la faute de la victime n'est pas la cause exclusive de son préjudice, l'exonération est juste partielle. L'exonération doit être totale si la faute de la victime remplit les conditions de la force majeure.

601. Dans l'hypothèse d'une faute de la victime, celle-ci supportera les conséquences de l'exonération partielle du responsable, parce *qu'elle n'est pas étrangère* à la réalisation de son préjudice⁸⁵⁵. En revanche, on ne comprend pas pourquoi seule une faute de la victime antérieure à celle commise par le responsable peut être exonératoire. Surtout lorsqu'on sait que la jurisprudence cherche seulement à savoir si la faute de la victime *a concouru* à la réalisation de son propre préjudice⁸⁵⁶.

602. La Cour de cassation semble exclure tout simplement l'effet exonératoire de la faute de la victime. La responsabilité du prestataire en l'absence de liquidation des positions de l'investisseur s'avère renforcée à l'image de la responsabilité de la SNCF, tenue à une obligation de sécurité de résultat qui ne peut s'exonérer qu'en prouvant que la faute de la victime présente les caractères de la force majeure⁸⁵⁷. Si l'obligation du prestataire est une obligation de résultat en vertu de l'article 516-5 du Règlement général de l'AMF, il ne s'agit pas pourtant d'une obligation de sécurité pouvant justifier l'aggravation de la responsabilité

⁸⁵² T. Bonneau, Les investisseurs sont protégés malgré les fautes qu'ils commettent, JCP E, 2012, n° 31, somm. 1486

⁸⁵³ *Idem*

⁸⁵⁴ *Idem*, voir n° 19

⁸⁵⁵ F. Terré, Ph. Simler et Y. Lequette, Droit civil, Les obligations : Dalloz, 7e éd., 2009, p. 760

⁸⁵⁶ Civ. 2^{ème}, 19 février 2004, n° de pourvoi: 02-18796, Publié au bulletin ; Crim., 29 juin 2010, n° de pourvoi: 09-87463, Publié au bulletin ; Crim., 22 mai 2007 n° de pourvoi: 06-81259, Publié au bulletin

⁸⁵⁷ Ch. Mixte, 28 novembre 2008, n° de pourvoi: 06-12307, Publié au bulletin

du prestataire. Cependant, l'indemnisation de la totalité des pertes peut être justifiée si le professionnel ne procède pas à la liquidation des positions et n'appelle pas non plus le donneur d'ordre en couverture⁸⁵⁸. Enfin, le souci de responsabiliser les investisseurs peut justifier un partage de responsabilité lorsque le prestataire met en demeure le donneur d'ordre de constituer une couverture. Ainsi on peut introduire en droit financier une obligation de minimiser son propre préjudice, car on voit que pour la Cour de cassation cette situation ne constitue pas une faute civile justifiant un partage de responsabilité⁸⁵⁹.

603. Le préjudice de l'investisseur sera calculé en fonction des pertes générées après l'absence de couverture non suivie de liquidation des positions. Au moment où le donneur d'ordre est mis en demeure, mais il retarde la liquidation de ses positions de manière fautive, une partie des pertes générées doivent être mises à sa charge. Dans ce cas, on peut considérer que sa faute est partiellement exonératoire pour le PSI. En revanche, l'absence d'appel en couverture ou l'appel non suivi d'une liquidation des positions justifie l'indemnisation totale des pertes. Dans ces situations il existe un lien causal direct entre la faute et la survenance des pertes. En effet, la faute intervient à un moment où la décision d'investissement est déjà prise et l'opération financière est réalisée. Il est inutile dès lors d'établir un lien entre la faute et la décision : il faut juste rechercher un lien entre la faute et le préjudice. Toutefois, le préjudice ne doit pas être égal à la totalité des pertes, mais juste aux pertes générées après l'absence de couverture ou l'absence de liquidation des positions.

C/ Préjudice susceptible de résulter de l'exécution du droit de vote attaché aux titres acquis par un Organisme de placement collectif

604. Le droit de vote est considéré comme un attribut essentiel d'une action et d'une part sociale. Il permet à l'associé d'intervenir dans la gestion de la société et de défendre ses intérêts et ceux de la société. Le porteur de parts d'un Organisme de placement collectif (OPC) n'est pas propriétaire des titres acquis par le fonds. Il n'est pas par conséquent titulaire du droit de vote et ne peut pas voter aux assemblées des sociétés dont les actions sont acquises par le fonds. Le droit de vote, attaché à ces actions, est exercé par la société de gestion.

⁸⁵⁸ T. Bonneau, Les investisseurs sont protégés malgré les fautes qu'ils commettent, déjà cité

⁸⁵⁹ V. *infra* n°929 et s.

605. Avant de s'intéresser à la question de l'existence d'un préjudice éventuel résultant de l'exercice du droit de vote par la société de gestion, il faut examiner le cadre réglementaire applicable.

1. Cadre réglementaire applicable

606. Afin de garantir une protection suffisante des investisseurs, la réglementation a déterminé les principes généraux (a) et les conditions (b) d'exercice du droit de vote. Elle impose aussi une information très détaillée de la manière dont le droit de vote est exercé par la société de gestion (c).

a) Principes généraux

607. L'exercice du droit de vote par les sociétés de gestion d'OPCVM est prévu à l'article 21 de la Directive 2010/43/UE⁸⁶⁰. Le droit de vote de la société de gestion est gouverné par trois principes essentiels :

- Le droit de vote est exercé dans l'intérêt exclusif de l'OPCVM concerné et conformément à sa politique d'investissement ;
- La société de gestion doit prévenir et gérer les conflits d'intérêts résultant de l'exercice du droit de vote ;
- La société de gestion doit établir une stratégie de vote, portée à la connaissance des investisseurs.

b) Conditions d'exercice du droit de vote

608. La loi du 1^{er} août 2003 de Sécurité financière⁸⁶¹ a introduit une disposition spéciale imposant aux sociétés de gestion de voter aux assemblées *dans l'intérêt* des porteurs ou des actionnaires d'OPCVM et dans l'hypothèse où elles n'exercent pas leur droit de vote, de

⁸⁶⁰ Directive 2010/43/UE de la Commission du 1er juillet 2010 portant mesures d'exécution de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles, les conflits d'intérêts, la conduite des affaires, la gestion des risques et le contenu de l'accord entre le dépositaire et la société de gestion

⁸⁶¹ Loi n° 2003-706 du 1 août 2003 de sécurité financière

motiver leur abstention⁸⁶². Cette obligation inscrite à l'article L. 533-22 du CMF a été étendue aux gestionnaires de certains FIA⁸⁶³.

609. Le dispositif réglementaire est détaillé dans le Règlement général de l'AMF aux articles 314-100 à 314-104 et de l'article 319-21 à 319-25. Conformément aux articles 314-100 et 319-21 du Règlement général, la société de gestion doit établir un document intitulé « *politique de vote* », qui présente les conditions dans lesquelles le vote est exercé. La « *politique de vote* » détermine notamment « *les principes auxquels la société de gestion de portefeuille entend se référer pour déterminer les cas dans lesquels elle exerce les droits de vote* ». L'exercice du droit de vote est facilité par la possibilité de préciser dans la « *politique de vote* » les seuils de détention des titres à partir desquels la société de gestion participe aux votes des résolutions soumises aux assemblées des émetteurs. Par conséquent, la société de gestion n'est pas obligée de participer à un vote si elle ne dispose que d'une très faible participation.

c) Informations relatives à l'exercice du droit de vote

610. Le Règlement général précise les informations qui doivent être fournies aux investisseurs. La société de gestion doit rendre compte des conditions dans lesquelles elle a exercé le droit de vote dans un rapport spécial qui peut être annexé le cas échéant au rapport de gestion du conseil d'administration ou du directoire de la société de gestion. Le rapport est établi dans les quatre mois qui suivent la clôture de l'exercice et il contient les informations suivantes :

- Le nombre de sociétés dans lesquelles la société de gestion a exercé le droit de vote par rapport au nombre total de sociétés dans lesquelles elle disposait de droits de vote ;
- Les cas dans lesquels la société de gestion de portefeuille a estimé ne pas pouvoir respecter les principes fixés dans son document « *politique de vote* » ;

⁸⁶² Dès l'année 1997, une recommandation de voter aux assemblées est inscrite au Règlement de déontologie de l'AFG. « Le gestionnaire devait rendre compte de sa pratique en la matière dans le rapport annuel de l'OPCVM. » Voir site internet de l'AFG : http://www.afg.asso.fr/index.php?option=com_content&view=article&id=98&Itemid=87&lang=fr&showall=1

⁸⁶³ Il s'agit des FIA à vocation générale, les Fonds de capital investissement, les Fonds de fonds alternatifs, les fonds professionnels à vocation générale, les fonds professionnels spécialisés, les fonds professionnels de capital investissement, les Fonds d'épargne salariale. La Directive AIFM prévoit une disposition spéciale relative au droit de vote. Si le gestionnaire est autorisé à voter au nom du FIA, il ne peut voter pendant une période de vingt-quatre mois pour une réduction de capital, un rachat d'actions ou une distribution d'actions lorsqu'il s'agit d'une société non cotée acquise par le FIA (Article 30 « Démembrement d'actifs »).

- Les situations de conflit d'intérêts que la société de gestion a été conduite à gérer lors de l'exercice du droit de vote⁸⁶⁴.

611. Le rapport est librement accessible par chaque investisseur au siège de la société de gestion ou le cas échéant il est mis en ligne sur son site internet. En vertu des articles 314-102 et 319-23 du Règlement général, les investisseurs bénéficient aussi d'un droit de communication de toute information relative à l'exercice par la société de gestion des droits de vote sur chaque résolution présentée à l'assemblée générale d'un émetteur dès lors que la participation atteint les seuils fixés dans la politique de vote. Cette obligation de communication est tempérée par une Position-Recommandation de l'AMF⁸⁶⁵. Dans sa Position-Recommandation l'AMF permet aux sociétés de gestion qui ont voté une résolution conformément aux principes posés dans sa politique de vote de ne pas répondre à une demande d'information émanant d'un investisseur et portant sur le sens de son vote. Son absence de réponse doit être interprétée comme indiquant qu'elle a voté conformément à sa politique de vote. Néanmoins, « *la signification d'une absence de réponse par la société de gestion à une demande d'information doit être préalablement et clairement portée à la connaissance des investisseurs par les moyens qu'elle estime les plus appropriés, par exemple dans le prospectus* »⁸⁶⁶.

612. Les sociétés de gestion doivent aussi fournir des informations relatives à la prise en compte des critères sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance dans leur politique d'investissement et indiquer « *comment elles exercent les droits de vote attachés aux instruments financiers résultant de ces choix* »⁸⁶⁷.

613. S'agissant de l'exercice de droit de vote attaché aux titres détenus par les fonds de capital investissement, les fonds professionnels spécialisés et les fonds professionnels de capital investissement, les articles 314-103 et 319-24 du Règlement général distinguent deux situations en fonction de la cotation des titres sur un marché réglementé. Lorsque les titres sont négociés sur un marché financier, la société de gestion doit toujours communiquer sa politique de vote s'agissant des droits de vote exercés à l'étranger. Concernant les droits de vote attachés aux titres non négociés, si l'exercice est indissociable de la stratégie

⁸⁶⁴ Art. 314-101 et 319-22 du RG AMF

⁸⁶⁵ Voir Position-recommandation AMF DOC-2005-19 - L'exercice des droits de vote par les sociétés de gestion

⁸⁶⁶ *Idem*, p. 3

⁸⁶⁷ Art. L. 533-22-1 du CMF

d'investissement, la société de gestion devra en rendre compte dans le rapport annuel du fonds.

2. Identification d'un préjudice

614. Le préjudice peut résulter directement d'un vote non conforme aux intérêts de l'investisseur ou à la politique d'investissement du fonds. Enfin, il faut voir si le recours aux agences de conseil en vote (proxy advisors) peut être préjudiciable.

a) Vote donnant lieu à une décision non conforme aux intérêts des investisseurs

615. L'obligation de voter dans l'intérêt exclusif de l'OPCVM et des porteurs de parts est une application du principe de loyauté des prestataires de services d'investissement. Conformément à l'article L. 533-11 du CMF, les prestataires de services d'investissement doivent agir « *d'une manière honnête, loyale et professionnelle, servant au mieux les intérêts des clients* ». Le vote exercé par la société de gestion peut être préjudiciable s'il n'est pas conforme aux intérêts des investisseurs. Le plus souvent, on prendra en compte un vote qui contribue à la prise d'une résolution préjudiciable. À ce titre, il faut évoquer l'interdiction pour les sociétés de gestion d'OPCVM et de FIA à vocation générale et les sociétés d'investissement à capital variable d'acquérir des actions assorties du droit de vote leur permettant d'exercer une *influence notable* sur la gestion d'un émetteur⁸⁶⁸. Par conséquent, si la société de gestion ne peut pas détenir une participation lui permettant d'influencer les décisions concernant la gestion de l'émetteur, il serait dès lors assez difficile d'identifier un préjudice résultant de l'exercice du droit de vote.

616. Cependant, cette interdiction n'est pas applicable aux fonds de capital investissement⁸⁶⁹, aux fonds professionnels spécialisés⁸⁷⁰ et aux fonds professionnels de capital investissement⁸⁷¹. S'agissant des fonds professionnels à vocation générale, l'article R.214-192 III du CMF prévoit une dérogation en permettant une détention à la hauteur de 35 % d'instruments financiers assortis d'un droit de vote d'un même émetteur. Si la participation

⁸⁶⁸ Art. 56 de la Directive 2009/65/CE, transpose à l'art. R. 214-26 du CMF et art. R. 214-32-35 du CMF applicable aux FIA à vocation générale

⁸⁶⁹ Art. R. 214-36 I, R. 214-48 I et R. 214-66 I du CMF

⁸⁷⁰ R. 214-202 du CMF

⁸⁷¹ R. 214-205 I du CMF

d'un fonds dans une société donnée pouvait influencer les décisions concernant sa gestion, le vote de la société de gestion pourrait donner lieu à une décision préjudiciable. Par exemple, dans l'hypothèse d'un conflit d'intérêts, c'est-à-dire dans la situation où la société de gestion a privilégié ses propres intérêts au lieu de protéger les intérêts des investisseurs, l'exercice de son droit de vote peut donner lieu à une action en responsabilité.

- b) Vote donnant lieu à une décision non conforme à la politique d'investissement du fonds

617. Il serait possible d'identifier un préjudice relatif à l'exercice du droit de vote lorsque le vote de la société de gestion n'est pas conforme à la politique d'investissement du fonds. Cette situation est susceptible de se présenter lorsque le fonds géré porte le label ISR (investissement socialement responsable). Dans ce type d'investissement le rendement du fonds va de pair avec la politique sociale ou environnementale suivie par le fonds. Le choix de l'investissement du porteur est en principe déterminé par la politique suivie par le fonds. L'exercice du droit de vote par la société de gestion à l'encontre de cette politique peut être considéré comme préjudiciable par l'investisseur. D'où l'importance pour les investisseurs dans ce type de fonds de suivre les décisions de vote de la société de gestion et de solliciter des informations concernant l'exercice des droits de vote.

- c) La montée en puissance des agences de conseil en vote (proxy advisors)

618. La difficulté de traitement des projets de résolutions au regard du nombre très élevé des participations des investisseurs institutionnels, a permis le développement, en dehors de toute réglementation, d'un service spécifique de conseil en vote. Les agences de conseil en vote ou selon le terme anglais *proxy advisors* se chargent essentiellement d'analyser les projets de résolutions d'assemblées générales de sociétés cotées, à la place des investisseurs eux-mêmes, afin d'émettre à leur attention des recommandations de vote sur ces projets de résolutions. La montée en puissance des proxy advisors a été dénoncée par les observateurs du monde des affaires pour plusieurs raisons⁸⁷². Tout d'abord, une étude réalisée aux États-Unis considère qu'il existe un impact considérable des recommandations sur le vote effectué par les

⁸⁷² Sur le marché américain deux sociétés se partagent cette activité : Institutional Shareholders Services (ISS), filiale de la société MSCI et Glass Lewis, même si d'autres sociétés exercent la même activité.

investisseurs institutionnels, notamment en matière de rémunération des dirigeants⁸⁷³. En outre, il a été dénoncé l'absence de transparence des méthodes d'élaboration des recommandations. Enfin, il existe des situations de conflit d'intérêts – par exemple l'actionnaire d'un émetteur peut avoir une participation dans un proxy advisor qui présente à un investisseur une recommandation concernant le même émetteur⁸⁷⁴.

619. En 2011, l'AMF a recommandé aux agences de conseil en vote de définir des mesures raisonnables afin de prévenir les conflits d'intérêts⁸⁷⁵. En outre, jugeant essentielle la transparence de la politique de vote pour la compréhension des recommandations élaborées, L'AMF a recommandé la publication de la politique générale de vote de l'agence sur son site Internet. L'ESMA a lancé une consultation en mars 2012 sur la question de savoir s'il faut réglementer l'activité de ces agences. Son rapport a été rendu public le 19 février 2013⁸⁷⁶. Dans son rapport l'ESMA conclut qu'il n'est pas nécessaire d'imposer des obligations réglementaires en l'absence l'impact avéré des recommandations sur le vote des investisseurs⁸⁷⁷. Selon ESMA, l'autorégulation de l'activité est suffisante. L'ESMA préconise l'élaboration d'un code de conduite qui aura pour objet de prévoir des mesures de prévention des conflits d'intérêts et de favoriser une plus grande transparence des méthodes utilisées pour l'élaboration des recommandations⁸⁷⁸.

620. S'agissant de la responsabilité de la société de gestion, celle-ci reste pleinement responsable de l'exercice de son droit de vote même si elle a eu recours à une agence de conseil en vote et elle a suivi la recommandation qui lui a été fournie. La recommandation, élaborée par l'agence, ne s'impose pas à son destinataire qui reste entièrement responsable de ses décisions. En ce qui concerne le préjudice, el l'absence de perte financière, l'investisseur

⁸⁷³ D. Larcker, A. McCall, G. Ormazabal, The Economic Consequences of Proxy Advisor Say-on-Pay Voting Policies, October 30, 2014, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 119; Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 14-27 (2105R) ; IESE Business School Working Paper No. 06/201, accessible à http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2101453

⁸⁷⁴ Voir A. Omaggio, Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors) ?, JCP E, 12 Novembre 2009, n° 46

⁸⁷⁵ Recommandation AMF n° 2011-06

⁸⁷⁶ 19 February 2013 | ESMA/2013/84, <http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-84.pdf>

⁸⁷⁷ Voir p. 3 du rapport : « *it has not been provided with clear evidence of market failure in relation to how proxy advisors interact with investors and issuers. On this basis, ESMA currently considers that the introduction of binding measures would not been justified* ».

⁸⁷⁸ Avant la publication de ce rapport, la Commission européenne a présenté dans son « Plan d'action » la réglementation des agence de conseil en vote parmi les mesures qu'il faut prendre en matière de droit des sociétés et de gouvernement d'entreprise. La Commission évoque que « l'influence » des proxy advisors est « source de préoccupations » et relève que « le manque de concurrence dans le secteur amène à s'interroger, notamment, sur la qualité des conseils et leur adéquation aux besoins des investisseurs ». La Commission conclut qu'elle pourrait s'inspirer des résultats du rapport de l'ESMA pour mettre en place un cadre opérationnel cohérent et efficace pour les conseillers en vote. Suite au rapport final de l'ESMA, le projet de réglementation serait peut-être abandonné. Voir le « Plan d'action » de la Commission : <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX:52012DC0740>

peut invoquer éventuellement un préjudice moral lorsque le vote exercé par la société de gestion est contraire à la politique de gestion d'un fonds portant par exemple le label ISR.

Conclusion du Chapitre

621. A l'issue de nos développements que peut-on dire de l'établissement du préjudice en cas de faute provoquant une décision d'investissement ou causant directement le préjudice ? Le premier constat que l'on peut faire est l'incidence considérable de la faute sur l'établissement du lien causal entre celle-ci et le dommage. Il a été ainsi démontré que dans l'hypothèse d'une faute précédant la décision d'investissement, il faut établir le lien causal entre la faute et la prise de la décision d'investissement. L'établissement de ce lien est facilité lorsque la faute est susceptible de provoquer la décision d'investissement. On peut affirmer que lorsque la faute agit sur le cours d'un titre ou d'une valeur, l'investisseur réalise une opération à un prix artificiel. La variation du cours à la suite de la commission de la faute permet d'établir automatiquement le lien causal entre le dommage (la prise d'une décision non éclairée) et la faute, car en l'absence de la faute, l'opération aurait été réalisée à son prix réel. En outre, les fautes constituées par des actes positifs peuvent influencer aussi la prise de la décision d'investissement même sans avoir un effet sur le cours d'un titre ou sur la valeur d'un produit. En revanche, nous avons constaté que les abstentions et notamment les manquements aux obligations d'information et de mise en garde n'ont pas d'effet sur la réalisation du préjudice financier. En effet, le préjudice financier résulte de la variation du cours d'un titre ou de la valeur d'un produit. Or, si l'information et la mise en garde n'ont pas d'impact sur cette variation, l'absence d'informations ou de mise en garde ne pourront pas causer un préjudice financier. En outre, l'influence d'une information sur la prise de la décision d'investissement n'est pas évidente. Toutefois, il a été observé que si les abstentions ne donnent pas naissance au préjudice financier final, elles causent un autre type de préjudice : le préjudice d'impréparation. Par exception, il serait possible d'imputer le préjudice financier directement à l'absence d'information ou de mise en garde à condition de prouver que sans la faute la décision n'aurait pas eu lieu.

622. En ce qui concerne les fautes causant directement le préjudice financier final, nous avons relevé que l'investisseur n'a pas à prouver le lien causal entre la faute et sa décision d'investissement. Lorsque la faute intervient après la décision d'investissement, l'investisseur n'a pas à prouver le lien entre celle-ci et la faute. Il doit en revanche prouver sa perte ou son manque à gagner. En d'autres termes, pour indemniser l'investisseur il faut que le préjudice soit la suite directe du dommage.

Chapitre II

La question de l'établissement d'un préjudice indemnisable en cas de délit d'initié

623. Dans le chapitre précédent, nous avons établi le préjudice financier suivant le moment de la prise de la décision d'investissement en prenant en compte l'impact de la faute sur celle-ci. Le préjudice peut être subi parce que la situation de l'investisseur est altérée soit par une faute intervenant après sa décision d'investissement, soit par une faute intervenant avant sa décision d'investissement et qui provoque une décision d'investissement. Dans ces deux cas de figure l'établissement du préjudice n'est pas identique. Cette méthode épouse bien toutes les hypothèses susceptibles de se produire. Cependant, nous avons laissé à part la question de l'établissement du préjudice en cas d'opérations d'initié du fait de leur particularité. En effet, une opération d'initié peut être réalisée avant ou après la décision d'investissement. Afin de mieux cerner la question du préjudice susceptible de résulter d'une opération d'initié, nous lui consacrons un chapitre entier. Nous allons voir que le moment de la commission de l'opération d'initié a une incidence considérable sur l'établissement du préjudice. En outre, il nous a semblé nécessaire d'examiner le fait qu'à la différence des autres délits boursiers, l'interdiction des opérations d'initié ne fait pas l'unanimité.

624. L'existence de ces spécificités nous conduit à examiner en premier lieu l'évolution de l'interdiction des opérations d'initié (Section 1) puis, dans un deuxième temps, la question de l'existence d'un préjudice résultant de l'opération d'initié (Section 2).

Section 1 Examen de l'évolution de l'interdiction des opérations d'initié

625. L'opération d'initié permet à un investisseur qui dispose d'une information privilégiée de l'utiliser afin d'anticiper une hausse ou une baisse du cours d'un titre et de réaliser ainsi un gain ou éviter une perte. En effet, l'impact potentiel de l'information privilégiée sur le cours d'un titre financier, une fois rendue publique, donne un avantage considérable à l'initié au détriment des autres investisseurs qui ne disposent pas de cette information⁸⁷⁹.

⁸⁷⁹ Une information privilégiée est une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments

626. L'évolution de l'interdiction des opérations d'initié est impressionnante. Considérées au début du XX^{ème} siècle à Wallstreet comme le seul moyen de gagner (« *the only way to make money*⁸⁸⁰ »), aujourd'hui les opérations d'initié sont interdites et sanctionnées lourdement dans la plupart des Etats tant par les autorités nationales de régulation que par le juge pénal. Aux États-Unis le crash de 1929 a conduit le Congrès américain à promulgué deux lois spéciales (Securities Act et Securities Exchange Act) afin d'assurer le bon fonctionnement des marchés financiers et la protection des investisseurs. Il est intéressant de noter que ces deux actes ne prévoient pas une interdiction expresse des opérations d'initié. Cependant, les initiés ont été poursuivis par la Securities and Exchange Commission (SEC) dès 1961 sur le fondement de l'interdiction générale de fraude⁸⁸¹ (rule 10b-5 Securities Exchange Act « *Employment of manipulative and deceptive devices* »).

627. D'autres pays avec des marchés de capitaux assez développés ont tardé d'interdire les opérations d'initié. On peut citer l'exemple du Japon qui a introduit le délit d'initié en 1988⁸⁸² et de l'Allemagne qui l'a fait en 1994. Il faut préciser que le droit financier allemand ne prévoyait pas au début une interdiction légale. Les opérations d'initié étaient autorégulées par des Guidelines. L'interdiction était prévue dans un Code professionnel⁸⁸³. Elles deviennent légalement réprimées en 1994, avec le *Second Acte Financier*. L'Allemagne est le dernier Etat, disposant d'un marché développé, qui a interdit légalement les opérations d'initié⁸⁸⁴.

Avant même d'entrer dans le cœur du débat relatif au préjudice éventuel causé par les opérations d'initié, nous allons commencer notre étude par l'examen du débat existant en matière d'interdiction des opérations d'initié et par l'évolution de la réglementation.

financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés. V. art. 7, §1 du Règlement EU n° 596/2014 et l'art. 621-1 du RG AMF. Sur la nouvelle définition, issue du nouveau Règlement Abus de marché v. M.-N. DOMPÉ et N. MENNESSON, La définition et l'utilisation de l'information privilégiée à l'épreuve du changement, Bull. Joly Bourse, n° 9, Septembre 2015

⁸⁸⁰ Insider Trading by William K.S. Wang; Marc I. Steinberg, reviewed by Frank C. Razzano, The Business Lawyer, Vol. 52, No. 4 (August 1997), pp. 1431-1439

⁸⁸¹ Pour un résumé de l'histoire de la prohibition v. la note de Bainbridge, Stephen M., A Critique of the Insider Trading Sanctions Act of 1984. Virginia Law Review, Vol. 71, No. 455, 1985. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=302049>

⁸⁸² J. Mark Ramseyer, Chapter 18: Insider trading regulation in Japan, Research Handbook on Insider Trading, Edited by Stephen M. Bainbridge, Edward Elgar Publishing, Jan 1, 2013 - Business & Economics

⁸⁸³ Joseph Blum, The Regulation of Insider Trading in Germany: Who's Afraid of Self-Restraint, 7 Nw. J. Int'l L. & Bus. 507 (1985-1986), p.515 et s.

⁸⁸⁴ *Zweites Finanzmarktforderungsgesetz*, voir Pfeil, Ursula C. "Finanzplatz Deutschland: Germany Enacts Insider Trading Legislation." American University International Law Review 11, no. 1 (1996): 137-193.

§1. Le débat relatif à l'existence d'une réglementation interdisant les opérations d'initié

628. De nos jours on ne remet pas en question le bien-fondé de l'interdiction des opérations d'initié car celle-ci est bien assise dans la culture juridique et financière⁸⁸⁵. En droit français, l'auteur du délit peut être puni d'une peine de deux ans d'emprisonnement et d'une amende de 1 500 000 euros qui peut être portée au décuple du montant du profit éventuellement réalisé. En outre, la Commission des sanctions de l'AMF peut prononcer une sanction administrative beaucoup plus importante dont le montant peut aller jusqu'à 10 millions d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés. Le droit européen prévoit aussi de sanctions très lourdes. Le dispositif de lutte contre les abus de marché a été complété par une nouvelle Directive Abus de marché qui impose aux Etats membres de prévoir des sanctions pénales en cas d'opérations d'initié, y compris de peines d'emprisonnement. La gravité de ces sanctions soulève la question de leur justification. Il faut ajouter que l'interdiction des opérations d'initié a suscité un vif débat aux États-Unis. Afin d'avoir une vision globale de l'interdiction des opérations d'initié, il faut dire quelques mots sur ce débat.

A/ Les théories contre l'interdiction des opérations d'initié

629. Les partisans d'une conception libérale invoquent deux arguments principaux d'ordre économique contre l'interdiction des opérations d'initié. Tout d'abord, les opérations d'initié ont pour conséquence de rapprocher le cours d'un instrument financier vers son cours réel, tel qu'il le sera après que l'information est rendue publique⁸⁸⁶. Ainsi, le changement du cours après la publication de l'information sera moins drastique. Certains considèrent que l'opération d'initié peut être un moyen de commutation efficace et flexible⁸⁸⁷. Cet argument est basé sur l'effet de suivi de l'opération sur les comportements des autres intervenants sur le marché.

630. Le deuxième argument invoqué pour une dérégulation des opérations d'initié est fondé sur l'idée que le profit tiré d'une opération d'initié peut stimuler la performance des entrepreneurs⁸⁸⁸. Ceux qui créent de la richesse dans la société seront compensés de leurs

⁸⁸⁵ V. cependant H. de VAUPLANE et C. DENOUN, Les justificatifs de la lutte pénale contre les opérations d'initiés, Petites affiches, 28 mars 1994, n° 37

⁸⁸⁶ H. MANNE, INSIDER TRADING AND THE STOCK MARKET (1966), p. 78-104

⁸⁸⁷ Fischel, Insider Trading and Investment Analysts: An Economic Analysis of Dirks v. SEC 13 HomSTRA L. Rev. 127, 133 (1984), p. 133

⁸⁸⁸ H. MANNE, INSIDER TRADING AND THE STOCK MARKET (1966), p. 138 et s.

efforts et seront encouragés de cette manière d'élaborer de nouvelles informations, par hypothèse, positives pour la société. En outre, le fait de permettre un profit des mauvaises informations évitera une aversion envers le risque : les entrepreneurs seront plus enclins à des opérations risquées⁸⁸⁹.

B/ Les théories en faveur de l'interdiction des opérations d'initié

631. Les arguments contre l'interdiction sont tous rejetés par les défenseurs de l'interdiction. Selon certains, les dirigeants entrepreneurs doivent par principe concentrer leurs efforts sur le développement de la société et non pas sur leur propre intérêt⁸⁹⁰. En outre, l'argument selon lequel l'opération d'initié sera incitative pour les entrepreneurs n'explique pas pourquoi les non initiés doivent subir les mauvais événements sachant que les initiés peuvent céder leurs titres avant l'annonce de mauvais résultats et ces titres seront acquis par des non-initiés. De même, la permission d'accomplir des opérations d'initié peut avoir pour effet de retarder l'annonce des nouvelles informations, fussent-elles bonnes ou mauvaises⁸⁹¹. Or, ce retard d'annoncer les informations afin d'en pouvoir profiter avant, sera préjudiciable pour le marché et pour le reste des investisseurs.

632. S'agissant de l'argument selon lequel les opérations d'initié sont bénéfiques pour l'efficience des marchés, car elles ajustent le cours vers sa vraie valeur, serait discutable aussi. En effet, les opérations d'initié n'ont pas un impact considérable sur le cours des instruments financiers⁸⁹².

633. En ce qui concerne les arguments en défense de l'interdiction, il apparaît que l'argument le plus unanimement invoqué est celui qui prétend que les opérations d'initié sont contraires à la morale⁸⁹³. En fait, les opérations d'initié créent une inégalité entre les investisseurs ce qui

⁸⁸⁹ Daniel R. Fischel & Dennis W. Carlton, "The Regulation of Insider Trading," 35 Stanford Law Review 857 (1982)p. 873

⁸⁹⁰ James D. Cox, Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the "Chicago School", 35 Duke Law Journal 628-659 (1986) p. 657

⁸⁹¹ Roy A. Schotland, Unsafe at Any Price: A Reply to Manne, Insider Trading and the Stock Market, Virginia Law Review, Vol. 53, No. 7 (Nov., 1967), p.1450 et 1453

⁸⁹² *Id.*, p. 1444 se référant à une étude économique

⁸⁹³ Stephen M. Bainbridge, The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma, University of Florida Law Review, Vol. 38; p. 55

pourrait avoir pour conséquence de décourager les autres investisseurs d'agir et de nuire ainsi aux marchés financiers⁸⁹⁴.

634. En dépit de l'existence de sanctions pénales et administratives assez lourdes, certains arrivent au constat que « *la recherche économique ne permet pas, en elle-même, de justifier l'existence d'une répression à l'égard des initiés, au contraire ! Dans ces conditions, il apparaît que le fondement de cette répression n'est pas économique mais uniquement sociologique*⁸⁹⁵ ». Les opérations d'initié apparaissent finalement comme un comportement socialement blâmable sans avoir un effet néfaste sur le marché vraiment établi. Pourtant, aux États-Unis et en Europe, les opérations d'initié constituent un délit pénal et un manquement administratif.

§2. L'interdiction du délit d'initié aux États-Unis et en Europe

635. La législation financière américaine a considérablement influencé le droit financier communautaire⁸⁹⁶, mais on peut constater quelques différences notables entre les deux systèmes en matière de délit d'initié. Avant d'examiner le droit national et européen, on va examiner l'évolution de l'interdiction des opérations d'initié aux États-Unis .

A/ L'examen de l'évolution de l'interdiction des opérations d'initié aux États-Unis

636. A partir des années 1960 la la Securities and Exchange Commission (SEC) a commencé à s'intéresser aux opérations d'initié même si la réglementation des marchés financiers (Securities Act of 1933 et Securities Exchange Act of 1934) ne prévoyait pas une interdiction. L'opération d'initié a été considérée pour la première fois comme un délit fédéral dans un avis de la SEC (Cady, Roberts & Co⁸⁹⁷). Ainsi, les opérations d'initié ont été persécutées par la SEC sans fondement légal exprès car aucune loi fédérale ne donnait une

⁸⁹⁴ *Idem*

⁸⁹⁵ H. de VAUPLANE et C. DENOUN, Les justificatifs de la lutte pénale contre les opérations d'initiés, op. cité

⁸⁹⁶ K. Langenbrucher, Insider trading In European law, Chapter 22 Research Handbook on Insider Trading, déjà cite, p. 429

⁸⁹⁷ 40 S.E.C. 907 (1961)

définition précise du délit⁸⁹⁸. Son domaine a été déterminé essentiellement par la Cour Suprêmes des États-Unis par plusieurs décisions successives.

637. La jurisprudence américaine a rattaché les opérations d'initié aux comportements interdits décrit à la règle §10(b) de l'Echange Act⁸⁹⁹. Cette règle interdit à toute personne directement ou indirectement pour l'achat ou la vente d'un instrument financier de recourir à la manipulation ou à la fraude⁹⁰⁰. Cependant, le recours à cette règle générale pour justifier l'interdiction de ces comportements, que l'on peut appeler « fraude financière » ne permet pas de déterminer le cercle des initiés. C'est la jurisprudence qui a déterminé le domaine de l'interdiction tout en recherchant un fondement de l'interdiction elle-même⁹⁰¹. Or, le choix du fondement a eu une incidence considérable non seulement sur la détermination du domaine de l'interdiction, mais aussi sur l'établissement du préjudice.

1. La règle « révéler ou s'abstenir » - *CADY, ROBERTS & CO*⁹⁰²

638. Dans cette affaire l'un des administrateurs de la société Curtiss-Wright était en même temps actionnaire d'une société ayant pour activité la gestion pour le compte de tiers - Cady, Roberts & co. Il avait informé l'un des brokers de Cady Roberts de la faible distribution de dividendes par la société Curtiss-Wright. Avant la publication de l'information le broker de Cady Roberts avait cédé toutes les actions de la société Curtiss-Wright possédées par ses clients. Après la publication de l'information le cours des actions Curtiss-Wright avait chuté. Ainsi, le broker de Cady, Roberts & Co avait permis à ses clients d'éviter des pertes.

639. C'est pour la première fois dans cette décision que les opérations d'initié ont été considérées comme constituant une infraction fédérale de l'article 10b⁹⁰³. La SEC a décidé

⁸⁹⁸Stephen M. Bainbridge An Overview of US Insider Trading Law: Lessons for the EU?, accessible à http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=654703

⁸⁹⁹ 15 U.S.C. § 78j(b)

⁹⁰⁰ *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—*

[...]

*b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement [1] **any manipulative or deceptive device or contrivance** in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.*

⁹⁰¹ L'évolution de l'interdiction du délit d'initié a été comparée par le Professeur John C. Coffee Jr à un gland judiciaire devenant un chêne : *judicial acorn* " that has grown into an oak http://www.law.columbia.edu/media_inquiries/news_events/2012/november2012/insider-trading-main

⁹⁰² 40 S.E.C. 907 (1961)

que les associés et les dirigeants sont obligés, en vertu du droit des sociétés, soit de divulguer des informations importantes, soit de s'abstenir d'agir sur la base de ces informations pour tirer un profit.

640. La décision de la SEC est fondée sur deux considérations : l'initié a accédé à l'information en raison de ses fonctions (1) et l'utilisation de cette information a pour objet de tirer un profit personnel (2).

641. Tout le problème consistait à lier les opérations d'initié avec le texte réprimant la manipulation de marché et la fraude. Il fallait alors déplacer le problème du droit des sociétés vers la régulation des marchés financiers. On s'est aperçu que la prohibition de fraude du droit financier fédéral est susceptible d'englober des situations dépassant les relations dirigeants/associés. Cependant, la fraude et la manipulation du marché, expressément prévues par l'art. 10b ne peuvent pas être invoquées en cas d'opération d'initié. D'une part, les opérations en l'espèce ne constituaient pas une manipulation de marché. D'autre part, il n'y avait pas de fraude. La SEC a considéré néanmoins dans cette affaire que l'art. 10b ne comportait pas une liste limitative de comportements répréhensibles. Selon la SEC, chaque fois qu'une personne dispose d'un avantage octroyé par la fonction qu'elle occupe, elle doit informer le public de l'information dont elle dispose, ou s'abstenir d'agir. La SEC a énoncé que si l'accès à l'information était exploité afin de tirer un profit, il s'agissait d'un comportement frauduleux tombant sous l'interdiction de l'art. 10b⁹⁰⁴. Cette règle, connue sous le terme de « *disclose or abstain rule* » ou informer ou s'abstenir, trouvait son fondement pour la SEC dans l'équité (*fairness*)⁹⁰⁵ : il sera injuste que le dirigeant utilise une information privilégiée pour tirer un profit. Soumis à un devoir de loyauté envers la société qu'il dirige et ses associés, le dirigeant qui dispose d'une information privilégiée, doit informer les autres investisseurs avant de réaliser une opération ou s'abstenir d'agir. Cependant, étant donné qu'il peut s'agir d'informations confidentielles et qu'il serait peu probable qu'un dirigeant rende

⁹⁰³ Langevoort, Donald C., Rereading Cady, Roberts: The Ideology and Practice of Insider Trading Regulation (1999). Columbia Law Review, Vol. 99, pp. 1319-1343, 1999. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=199910>

⁹⁰⁴ Cady, Roberts, 40 S.E.C. at 911. : "section 10(b) and Rule 10b-It indicated that section 10(b) are not intended as a specification of particular acts or practices which constitute fraud, but rather are designed to encompass the infinite variety of devices by which undue advantage may be taken of investors and others", cité par Micah A. Acoba, Insider Trading Jurisprudence after United States v. O'Hagan : A restatement (second) of torts § 551 (2) perspective, accessible à <http://www.lawschool.cornell.edu/research/cornell-law-review/upload/Acoba.pdf>

⁹⁰⁵ A. Acoba, Insider Trading Jurisprudence after United States v. O'Hagan : A restatement (second) of torts § 551 (2) perspective, p. 1365.

publique une information privilégiée, il s'agit tout simplement d'une obligation d'abstention⁹⁰⁶.

La règle « informer ou s'abstenir » a été appliquée par la suite par une juridiction d'appel fédérale des États-Unis dans l'affaire Texas Gulf Sulphur.

2. Égalité devant l'information - *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co*⁹⁰⁷

642. La société Texas Gulf Sulphur Co(TGS) exploitait une mine. Elle avait décidé de ne pas annoncer immédiatement la découverte du cuivre, du zinc et de l'argent jusqu'à la confirmation définitive de la découverte. Au cours de la période pendant laquelle l'information n'était pas encore rendue publique, les cadres supérieurs de la société ont acheté des actions.

643. Afin de considérer que ces opérations tombaient sous l'interdiction générale de fraude, il fallait élargir le cercle des initiés parce que les personnes ayant profité de l'information n'étaient pas des dirigeants de la société. Par conséquent, elles n'étaient pas obligées en application du droit des sociétés de révéler aux associés une information concernant la société.

644. Les juges ont décidé d'étendre le domaine d'application de la règle « informer ou s'abstenir » à toute personne disposant d'une information privilégiée. Le cercle des initiés était élargi considérablement : l'interdiction s'imposait non seulement aux dirigeants mais aussi aux employés de la société ou à des personnes complètement extérieures. L'objectif de cet élargissement était d'assurer à chaque investisseur un égal accès aux informations financières⁹⁰⁸. L'égal accès à l'information supprime toute recherche d'un lien entre les fonctions et l'accès à l'information comme c'était le cas dans l'affaire Cady, Roberts & Co. Par conséquent, toute personne qui dispose d'une information privilégiée doit s'abstenir d'en tirer un profit⁹⁰⁹.

⁹⁰⁶ Stephen M. Bainbridge, *Insider Trading*, p. 773 : "If the would-be trader's fiduciary duties precluded him from disclosing the information prior to trading, abstention was the only option.", accessible à <http://encyclo.findlaw.com/5650book.pdf>

⁹⁰⁷ *S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir.1968)

⁹⁰⁸ 401 F.2d 833 (2d Cir.), cert. denied, 394 U.S. 976 (1968) : "all investors trading on impersonal exchanges" should have "relatively equal access to material information" and "be subject to identical market risks" v. n° 847 et 852.

⁹⁰⁹ Troy Cichos, *The Misappropriation Theory of Insider Trading: Its Past, Present, and Future*, *Seattle University Law Review*, (Vol. 18:389), p. 395

Le fondement d'égal accès à l'information a été remis en cause par la Cour Suprême des États-Unis .

3. Rejet de la théorie d'égal accès à l'information – *Chiarella v. United States*⁹¹⁰

645. Dans l'affaire *Chiarella* la Cour Suprême des États-Unis a imposé une conception plus restrictive du domaine de l'interdiction des opérations d'initié. M. Chiarella travaillait en tant qu'employé dans une société ayant pour activité l'impression de documents financiers (financial printer)⁹¹¹. Il devait imprimer les documents nécessaires pour le lancement d'une offre publique. Son employeur avait pris ses précautions et les sociétés cibles n'apparaissaient qu'à la veille de l'offre. Cependant, M. Chiarella a réussi à les deviner et a acheté des titres avant que l'offre d'achat soit rendue publique. Juste après l'annonce des offres publiques, au moment où le cours des actions avait monté, M. Chiarella a cédé ses titres réalisant des profits assez importants. Il a été poursuivi pour délit d'initié et a été condamné par la Cour d'appel de la Second Circuit sur la base de la jurisprudence *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.* Cette décision a été attaquée devant la Cour Suprême des États-Unis.

646. La Cour Suprême a décidé que la règle « *disclose or abstain* » s'applique uniquement si l'initié est tenu envers la société dont les titres sont achetés ou vendus à un devoir fiduciaire (*fiduciary duty*). L'opération est interdite donc si l'initié est tenu à un devoir de loyauté qui l'empêche d'agir. C'est l'existence du devoir fiduciaire qui oblige une personne à révéler l'information privilégiée ou à s'abstenir d'agir. La Cour Suprême a ainsi rejeté la théorie d'égal accès à l'information car la seule utilisation d'une information privilégiée ne suffit pas pour constituer un délit d'initié. Il faut constater la violation d'un devoir fiduciaire.

647. La Cour Suprême a relaxé M. Chiarella, car il n'était pas tenu à un devoir fiduciaire ni à l'égard de la société cible ni à l'égard de la société initiatrice de l'offre publique. En outre, il a eu l'accès à l'information tout seul. Par conséquent il ne faisait pas partie du cercle des initiés⁹¹².

648. Cette décision n'a pas modifié la situation des dirigeants, appelés par la doctrine américaine les initiés « classiques ». Ils ont un devoir de loyauté envers la société et ses

⁹¹⁰ 445 U.S. 222 (1980)

⁹¹¹ Financial printer est une personne dont l'activité consiste à imprimer les documents exigés par la réglementation financière (prospectus, rapports etc.).

⁹¹² Comme suite à cette décision la SEC a adopté la règle 14 e-3 selon laquelle toute personne doit s'abstenir d'agir sur la base d'une information privilégiée *concernant une offre publique*. L'application de cette règle ne dépend pas de l'existence d'un devoir de loyauté.

actionnaires⁹¹³. S'agissant des personnes qui ont eu un accès à l'information privilégiée grâce aux dirigeants, appelées « *tippees* », et qui ont agi sur la base de cette information, ils font aussi partie du cercle des initiés par le biais de la violation du devoir de loyauté par les dirigeants.

649. En résumé, l'interdiction des opérations d'initié est basée sur la règle fondamentale « révéler ou s'abstenir » qui ne peut pas s'appliquer qu'en présence d'un lien fiduciaire qui oblige l'initié à révéler l'information⁹¹⁴. Le fondement du devoir fiduciaire a été confirmé par la suite dans l'affaire *Dirks v. SEC*⁹¹⁵. Cependant, les juges ont dû préciser l'application du nouveau fondement. Il fallait surtout l'adapter à des situations dans lesquelles le droit fiduciaire n'était pas évident.

650. Dans l'affaire *Carpenter v. United State*⁹¹⁶ un journaliste de Wall Street Journal a agi sur la base des informations privilégiées qu'il avait reçues grâce à ses fonctions. En outre, il les a communiquées avant leur publication dans le journal à d'autres personnes qui avaient utilisé les informations à leur tour. Il est évident dans cette situation que ni le journaliste ni les personnes auxquelles il a transmis les informations ne sont pas obligés envers les actionnaires des sociétés dont les titres ont été acquis ou vendus. Ils ne pouvaient pas être soumis à la règle « *disclose or abstain* ». Pourtant, le journaliste et ses complices ont été condamnés pour fraude. La Cour Suprême évoque dans cette affaire la théorie de détournement de l'information (*The Misappropriation theory*)⁹¹⁷. Les juges ont considéré que le journaliste a violé son devoir de confidentialité envers son employeur⁹¹⁸.

651. On s'aperçoit que le fondement de l'égal accès permettait de rattraper à peu près toute personne qui utilisait une information privilégiée. Le changement de fondement posait des difficultés d'application chaque fois qu'il ne s'agissait pas de dirigeants, de cadres ou de leurs

⁹¹³ La Cour Suprême indique que la relation entre les dirigeants et la société dirigée est évidente : “relationship between a corporate insider and the stockholders of his corporation gives rise to a disclosure obligation is not a novel twist of the law”, *Chiarella v. US* 222 (1980), 222

⁹¹⁴ Stephen M. Bainbridge, *Insider Trading*, p. 773, accessible à <http://encyclo.findlaw.com/5650book.pdf>

⁹¹⁵ *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983)

⁹¹⁶ 484 U.S. 19 (1987)

⁹¹⁷ Cette décision n'a pas créé de précédent pour les juridictions inférieures en raison de l'absence de majorité au sein de la Cour Suprême sur la question de la violation de l'art. 10b. Certaines des juridictions d'appel refusent d'appliquer la théorie de détournement, d'autres l'acceptent. Ce conflit a été résolu par la Cour Suprême dans la décision *O'Hagan*, voir sur cette question *Randall W. Quinn, The Misappropriation Theory of Insider Trading in the Supreme Court: A (Brief) Response to the (Many) Critics of United States v. O'Hagan*, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, Vol.8, Issue 3(2003), p. 874

⁹¹⁸ Stephen M. Bainbridge, *Incorporating State Law Fiduciary Duties into the Federal Insider Trading Prohibition*, 52 *Wash. & Lee L. Rev.* 1189 (1995), <http://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol52/iss4/3>, p. 1211

tippees, c'est-à-dire des personnes qui ont été informées par des initiés classiques. La Cour Suprême devait intervenir à nouveau afin de préciser le fondement du délit d'initié.

4. La théorie de détournement d'information - *the Misappropriation Theory*

652. Dans la décision *United States v. O'Hagan*⁹¹⁹ la Cour Suprême a jugé que l'art. 10b s'applique aussi en cas de détournement de l'information privilégiée (*the Misappropriation Theory*)⁹²⁰. La théorie de détournement exige un lien fiduciaire entre l'initié et la source de l'information. Ce qui permet d'inclure dans le cercle des initiés les personnes qui ne sont pas liées par un mandat ou par un contrat de travail à la société dont les titres sont achetés ou cédés.

653. En l'espèce, M. O'Hagan était avocat dans un cabinet d'affaires et il avait donc accès aux informations des clients du cabinet. Il a ainsi appris qu'un client préparait une offre publique et a acheté des titres de la société cible. Pour le condamner, il fallait considérer qu'il a une obligation de révéler ou de s'abstenir d'agir (« *disclose or abstain* »), fondée sur un devoir fiduciaire. La question qui se posait était de savoir si M. O'Hagan était tenu à un devoir fiduciaire, sachant qu'il ne travaillait pas sur le dossier de l'offre publique en cause. La Cour Suprême a décidé qu'il y a une opération d'initié interdite en cas de violation d'un devoir fiduciaire envers la *source de l'information*. Elle a considéré que M. O'Hagan s'est approprié d'une information confiée à son employeur (la source de l'information) et comme il a un devoir fiduciaire envers le cabinet, il ne pouvait pas agir sur la base de cette information⁹²¹.

654. En 2000 la SEC a promulgué une règle (l'art. 10b5- 2) qui établit de manière non limitative trois situations dans lesquelles il existe un devoir fiduciaire⁹²². Il faut cependant ajouter qu'il ne s'agit pas d'un droit fiduciaire issu d'un trust⁹²³ : le texte énumère trois

⁹¹⁹ 521 U.S. 642 (1997)

⁹²⁰ La théorie a été évoquée par l'un des juges de la Cour Suprême Justice Burger qui a émis un avis dissident dans la décision *Chiarella*.

⁹²¹ Stephen M. Bainbridge, *Insider Trading*, p. 776, accessible à <http://encyclo.findlaw.com/5650book.pdf>

⁹²² Duties of trust or confidence in misappropriation insider trading cases. V. Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, *LIABILITIES UNDER THE FEDERAL SECURITIES LAWS*, p. 104, accessible à <http://www.wlrk.com/files/2012/FederalSecuritiesLaws2012.pdf>

⁹²³ Stephen M. Bainbridge, *Regulating Insider Trading in the Post-Fiduciary Duty Era: Equal Access or Property Rights?*, accessible à <http://ssrn.com/abstract=2054814>, p. 20

situations dans lesquelles il existe normalement une relation de confiance (cf. relations entre conjoints par exemple).

B/ L'interdiction des opérations d'initié en France et en Europe

655. En France, l'incrimination du « délit d'initié » a été introduite par la loi du 22 décembre 1970 (art. 70-1) dont les dispositions ont été insérées dans l'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967. Cette loi sanctionnait l'utilisation illicite d'informations privilégiées par les personnes qui en disposaient à titre professionnel. Aujourd'hui, l'article L.465-1 du Code monétaire et financier⁹²⁴ prévoit des sanctions pénales pour les opérations d'initié. Le domaine du délit d'initié est assez vaste, car le cercle des initiés est très largement défini. Il inclut non seulement des « initiés internes », c'est-à-dire les dirigeants de sociétés, mais aussi toute personne disposant d'une information privilégiée à l'occasion de l'exercice de sa profession, appelée « initié externe ». Il faut savoir que le rapport entre la détention de l'information privilégiée et l'exercice des fonctions par l'initié potentiel est très largement entendu, car le texte n'exige pas que la profession ou les fonctions soient appelées par nature à offrir la possibilité d'une telle détention⁹²⁵.

656. En ce qui concerne le droit européen, l'objectif principal c'est d'assurer le bon fonctionnement des marchés financiers européens. La protection des investisseurs et des marchés est assurée de manière préventive en fixant un domaine très large des opérations d'initié interdites⁹²⁶. Une première Directive a vu le jour en 1989⁹²⁷. Elle avait pour objet l'interdiction des opérations d'initié afin de promouvoir le bon fonctionnement des marchés financiers européens et d'assurer la confiance des investisseurs. Cette directive a été remplacée par la Directive Abus de marché de 2003⁹²⁸. La Directive Abus de marché a interdit cette fois non seulement les opérations d'initié mais aussi les manipulations de marché et a permis une meilleure information des investisseurs en imposant une information

⁹²⁴ L'opération d'initié peut être sanctionnée administrativement par la Commission des sanctions de l'AMF en vertu de l'article L. 621-15, II et III du CMF. Le cumul des sanctions et des poursuites administratives et pénales est désormais considéré comme contraire au principe *non bis in idem*, V. Cons. const. 18 mars 2015, n° 2014-453/454 QPC, CEDH, (2ème section), 4 mars 2014, affaire *Grande Stevens et a. c/Italie*, v. note de T. Bonneau, Quel avenir pour la double répression pénale et administrative des abus de marché? Revue de Droit bancaire et financier n° 4, Juillet 2014, repère 4

⁹²⁵ P. Conte, Jur.Cl. Pénal des Affaires, Fasc. 20 : BOURSES. - Activité des marchés d'instruments financiers

⁹²⁶ Art. 8 du Règlement

⁹²⁷ n° 89/592/CEE du Conseil, du 13 novembre

⁹²⁸ 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)

permanente de toutes les « *informations privilégiées qui concernent directement lesdits émetteurs*⁹²⁹ ». En droit européen, les opérations d'initié et les manipulations de marché sont poursuivies en tant qu'*abus de marché*. La Directive abus de marché a été abrogée par le nouveau Règlement Abus de marché⁹³⁰. Ce règlement, tout comme la Directive Abus de marché, détermine le cercle des initiés de manière large.

657. En premier lieu, on trouve les initiés « internes » ou « primaires » : les membres des organes d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur ou du participant au marché des quotas d'émission ou ceux qui détiennent une participation dans le capital de l'émetteur ou du participant au marché des quotas d'émission⁹³¹.

658. En deuxième lieu le Règlement vise les initiés « secondaires ». Ce sont toutes les autres personnes qui ont accès aux informations privilégiées « *à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions* ». C'est une catégorie assez large puisque le lien entre les fonctions et la détention de l'information peut être purement accidentel, par exemple un médecin qui a entendu une conversation de son patient. Il faut ajouter à cette catégories les personnes qui ont accès aux informations privilégiées parce qu'elles participent à des activités criminelles.

659. Enfin, le Règlement élargie indéfiniment le cercle des initiés puisqu'il mentionne « *toute personne qui possède une information privilégiée dans des circonstances autres que celles visées au premier alinéa lorsque cette personne sait ou devrait savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée*⁹³² ».

660. En ce qui concerne le domaine, il faut ajouter que le Règlement interdit aussi la recommandation et l'incitation d'utiliser une information privilégiée ainsi que le fait de communiquer à une autre personne de informations privilégiées⁹³³.

661. La réglementation communautaire repose sur une interdiction très étendue des opérations d'initié et de la divulgation d'une information privilégiée. Le point commun de toutes les catégories de personnes que l'on vient d'énumérer c'est qu'ils doivent s'abstenir de réaliser

⁹²⁹ Art. 6

⁹³⁰ Règlement 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

⁹³¹ Le Règlement s'applique aux quotas d'émission étant donné qu'elles font partie de la liste des instruments financiers de la Directive MIF 2.

⁹³² Art. 8, point 4, dernier alinéa, reprenant l'art. 4 de la Directive Abus de marché

⁹³³ Art. 8, point 2 et 3, art. 10, art. 14 du Règlement

une opération d'achat ou de vente d'instruments financiers auxquels se rapporte une information privilégiée ou de divulguer une telle information⁹³⁴.

662. La question qui se pose est de savoir si cette interdiction aussi large profite réellement aux investisseurs ou si elle a simplement pour objet d'assurer l'intégrité des marchés financiers. En d'autres termes, l'investisseur peut-il obtenir une indemnisation suite à une opération d'initié interdite ?

Section 2 La question de l'existence d'un préjudice résultant des opérations d'initié

663. Au premier abord, la place du délit d'initié dans le Chapitre V du Code monétaire et financier relatif aux infractions ayant pour objet la protection des investisseurs permet la reconnaissance d'une action civile contre les initiés. La jurisprudence, de son côté, ne s'est pas montrée hostile à une telle reconnaissance. La Cour de cassation a jugé dans un arrêt du 11 décembre 2002 « *qu'à le supposer établi le délit d'initié est susceptible de causer un préjudice personnel direct aux actionnaires*⁹³⁵ ». On voit que la Chambre criminelle ne met pas d'obstacles à la constitution de partie civile des investisseurs non-initiés. Cependant, la Cour de cassation a résolu, en l'espèce, une question purement procédurale : celle de savoir s'il est possible de se constituer partie civile en cas de délit d'initié. Elle n'a pas donné plus de détails sur l'existence réelle du préjudice causé par le délit d'initié.

664. À ce titre, il faut examiner si l'opération d'initié peut provoquer la réalisation d'une opération préjudiciable et si l'opération d'initié peut modifier les conditions de marché et causer ainsi un préjudice. Cette recherche a amené à un premier constat : il serait pratiquement impossible de justifier une décision d'investissement provoquée par l'opération d'initié (§1). Toutefois, les opérations d'initié peuvent causer un préjudice lorsqu'elles interviennent à un moment où la décision d'investissement des non-initiés est déjà prise et elles modifient les conditions de marché (§2). Enfin, il faut examiner la possibilité d'introduire une action spéciale en matière de délit d'initié à l'instar du droit américain (§3).

⁹³⁴ La divulgation d'information privilégiée se situe par hypothèse avant une opération d'initié. Elle permet de sanctionner non seulement celui qui réalise l'opération elle-même, mais aussi celui qui a divulgué l'information même s'il ne profite pas personnellement de l'opération. Le texte n'exige pas cependant que celui qui reçoit l'information profite effectivement de l'information. L'acte de divulguer est interdit en lui-même. En pratique, il serait assez difficile de constater un acte de divulgation tout seul s'il n'est pas suivi d'une opération effective.

⁹³⁵ Crim. 11 décembre 2002, n° de pourvoi 01-85176, Publié au bulletin

§1. Les difficultés d'identifier un préjudice avant la prise d'une décision d'investissement

665. Afin de saisir les difficultés de caractériser un préjudice en matière de délit d'initié, il n'est pas inutile de rappeler la situation d'un investisseur dans l'hypothèse d'une manipulation de marché. La manipulation de marché peut consister en une diffusion de fausses informations au public à la suite de laquelle plusieurs investisseurs peuvent être amenés à investir dans l'émetteur qui a diffusé l'information. Lorsque la manipulation est révélée et le cours du titre baisse, notamment si l'information était faussement positive, les investisseurs qui ont acquis à un cours surévalué peuvent invoquer le fait que sans la diffusion de l'information, ils n'auraient pas réalisé la même opération ou du moins pas aux mêmes conditions⁹³⁶. Dans cette situation, l'investisseur subit une perte en raison de la prise d'une décision d'investissement provoquée par la diffusion de la fausse information. L'investisseur non-initié peut-il soulever le même argument : peut-il invoquer le fait que son opération a été provoquée par l'opération d'initié ? On va voir que le fonctionnement même des marchés financiers (A) et l'impossibilité d'imposer une divulgation de l'information privilégiée à la charge de l'initié (B) s'opposent à soulever la même argumentation qu'en matière de manipulation de marché.

A/ Les difficultés liées au fonctionnement des marchés financiers

666. Le fonctionnement des marchés financiers pose deux obstacles principaux à l'identification d'un préjudice causé par une opération d'initié. Le premier est lié à la difficulté d'identifier les victimes de l'opération d'initié, alors que le deuxième obstacle résulte de l'impossibilité de caractériser dans la plupart des cas un impact de l'opération sur le cours d'un titre.

⁹³⁶ V. Cass.Com. 6 mai 2014, n° 13-17632, 13-18473, Publié au Bull. : « [...] 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'investissements en connaissance de cause et de procéder à des arbitrages éclairés ». Ce préjudice est qualifié par la Cour de cassation comme une perte de chance, V. Com., 9 mars 2010, n° de pourvoi 08-21547, Publié au Bull.; D. 2010. 761, obs. A. Lienhard ; ibid. 2797, obs. J.-C. Hallouin, E. Lamazerolles et A. Rabreau ; Rev. sociétés 2010. 230, note H. Le Nabasque ; RSC 2011. 113, obs. F. Stasiak ; RTD civ. 2010. 575, obs. P. Jourdain ; RTD com. 2010. 374, obs. P. Le Cannu et B. Dondero ; ibid. 407, obs. N. Rontchevsky ; JCP E 2010, 1483, note S. Schiller ; Bull. Joly Bourse 2010. 316, note N. Rontchevsky

1) Difficulté d'identifier les victimes

667. Si on peut estimer que l'action de l'initié cause un préjudice au marché⁹³⁷, il faudra rechercher si au-delà de l'atteinte du marché il serait possible d'identifier les victimes directes de l'opération de l'initié. La réponse à cette question ne sera pas identique si on prend en compte les personnes lésées par l'opération elle-même ou si on prend en compte l'existence de l'initié sur le marché en général. L'existence de l'initié sur le marché crée une situation préjudiciable pour les investisseurs qui ne disposent pas des mêmes informations et notamment de l'information privilégiée. Les investisseurs concernés sont alors non seulement ceux qui ont agi en même temps que de l'initié mais aussi, ceux qui auraient agi d'une manière différente s'ils disposaient de l'information. On constate que la masse des victimes potentielles est assez large. Or, imaginer une responsabilité « *draconienne* »⁹³⁸ de l'initié envers tout le monde n'est pas concevable. En revanche, si on regarde uniquement les personnes lésées par l'opération elle-même, il faudra les identifier. Il est clair qu'il s'agit d'investisseurs ayant réalisé des opérations en sens inverse et plus précisément ce sont les personnes qui ont effectivement servi de contrepartie à l'initié.

668. Les auteurs qui ont analysé la situation des victimes potentielles du délit d'initié ont invoqué le fait que les opérations se réalisent sur un marché financier et que les ordres sont exécutés de manière anonyme sans mettre les personnes « face à face »⁹³⁹. Il est dès lors inutile de chercher la contrepartie réelle de l'initié. En fait, lorsqu'un investisseur, initié ou non-initié, décide de passer un ordre d'achat ou de vente, il le transmet à son intermédiaire qui aura l'obligation de l'exécuter selon les instructions du donneur d'ordre⁹⁴⁰. Les ordres d'achat et de vente sont indépendants et leur « rencontre » s'effectue sur le marché financier. Il est tout à fait accidentel que l'opération du non-initié trouve une contrepartie auprès d'un initié⁹⁴¹. D'ailleurs, l'investisseur aurait pu acheter/vendre les titres aux mêmes conditions même si la contrepartie n'était pas un initié.

669. On s'aperçoit qu'au moment de la passation d'un ordre il n'est pas possible d'établir un lien entre le délit d'initié et le préjudice du non-initié. Les juges ont déjà été confrontés à cette

⁹³⁷ Dans ce sens N. Decoopman, *Infractions boursières*, J-Cl. Banque et crédit, fasc. n°1600, mars 2003, n° 85 et 94

⁹³⁸ Terme utilisé par la jurisprudence américaine *v. SHAPIRO v. MERRILL LYNCH, PIERCE, FENNER & SMITH, INC.*, et al., 495 F.2d 228

⁹³⁹ William 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), p. 1231 et s.

⁹⁴⁰ Voir les différents types d'ordres, *Juri-dictionnaire Joly : Bourse, Définition et Typologie*, L. Ruet, n° 800 et s.

⁹⁴¹ Bainbridge, Stephen M., *Insider Trading: An Overview*. Accessible à SSRN: <http://ssrn.com/abstract=132529>

impossibilité qui se traduit par l'impossibilité de prouver un lien de causalité entre la faute et le préjudice. Dans l'affaire Société générale de Fonderie, la Cour d'appel de Paris a énoncé que les parties civiles n'ont «[...] moins démontré le lien de causalité direct entre le préjudice qu'ils invoquent et dont la cour a admis le principe, et le délit d'initié⁹⁴² ». On constatera qu'au-delà de la difficulté d'identifier avec certitude la victime de l'opération d'initié⁹⁴³, il est particulièrement difficile d'identifier le préjudice.

2) Absence d'une variation du cours à la suite à l'opération d'initié

670. Il a été constaté que le délit d'initié n'a pas d'impact considérable sur le cours d'un instrument financier et même s'il est possible de constater une modification du cours, cette modification sera dans le sens de la vraie valeur de l'instrument financier⁹⁴⁴. Ce qui signifie que l'opération d'initié ne peut pas avoir pour effet de provoquer une opération financière en sens inverse. Par conséquent, la masse des investisseurs qui ont opéré en même temps que l'initié, mais en sens inverse, ne peuvent pas invoquer valablement que leurs opérations ont pu être motivées par les opérations des initiés. D'ailleurs, dans l'affaire *Sidel*⁹⁴⁵, les juges du fond ont refusé d'indemniser les parties civiles du chef du délit d'initié car ils n'ont pas constaté d'impact du délit sur le cours des actions *Sidel*⁹⁴⁶. Pour les juges du tribunal correctionnel, l'absence de préjudice découlait de l'absence d'incidence des opérations d'initiés sur le cours du titre⁹⁴⁷. L'absence d'impact sur le cours empêche effectivement de prouver que l'opération financière préjudiciable ait été passée à cause de l'agissement de

⁹⁴² Il faut néanmoins relever que les investisseurs n'avaient pas demandé une indemnisation du chef du délit d'initié - CA Paris, 9e ch., 15 janv. 1992, Dr. sociétés, 1992, comm.n° 189, obs. Hovasse ; Banque et Droit, nov.-déc. 1993, p. 22, obs. F. Peltier

⁹⁴³ H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, 3ed. Litec, 2001, n°1007 : «Comme toutes les infractions qui portent atteinte à la morale publique, les délits boursiers ont la particularité de ne pas concerner une ou des victimes déterminées, en général des parties civiles. Si les auteurs des délits sont identifiables, la victime ne l'est pas, ou plus exactement elle l'est dans sa composante la plus large, puisqu'il s'agit de la masse des investisseurs ».

⁹⁴⁴ H. MANNE, op. déjà cité

⁹⁴⁵ T.corr. Paris, 12 sept. 2006, n°0018992026, affaire *Sidel*, note E. Dezeuze, « Affaire *Sidel* : divers aspects de l'action publique et de l'action civile relatives aux délits d'initiés, de diffusion d'informations fausses et trompeuses et de présentation de comptes infidèles », Bull. Joly Bourse, n°1, 2007, p. 37,

⁹⁴⁶ En l'espèce, l'augmentation du cours des titres *Sidel* a été constatée après la diffusion de fausses informations. Il faut avouer qu'en cas de concours d'infraction et notamment en cas de commission du délit de diffusion de fausses informations et du délit d'initié, il serait compliqué de savoir quelle infraction avait plus d'impact que l'autre. En tout cas, il ne ressort pas du jugement du TGI qu'en général les opérations d'initié n'ont pas d'impact sur le cours. V. Tribunal de grande instance de Paris (11e ch. 1) 12 septembre 2006, *SIDEL*, Rev.Soc. 2007, p. 102, note J. Daigre, D. 2006. p. 2522, note D. Schmidt

⁹⁴⁷ E. Dezeuze, op. cité, p. 57

l'initié. Ce qui permet de conclure qu'une opération d'initié ne peut pas inciter la passation d'une opération financière en sens inverse.

671. A partir de ces éléments on peut considérer que l'opération d'initié ne cause pas par elle-même un préjudice. Cependant, l'opération d'initié ne se résume pas seulement à la réalisation d'un gain injuste. L'initié dispose d'un avantage considérable dont les autres investisseurs sont privés. Le professeur américain William K.S. Wang considère que le délit d'initié présente deux aspects : d'une part, il y a l'opération d'initié, c'est-à-dire la violation de l'obligation de s'abstenir d'agir, et d'autre part, il y a l'absence de diffusion de l'information privilégiée⁹⁴⁸. D'après cette présentation, en cas de délit d'initié il n'y a pas seulement une violation de l'obligation d'abstention mais aussi un manquement à une obligation de diffuser l'information privilégiée. Or, affirmer que l'initié est obligé de diffuser l'information qu'il utilise permettrait aux investisseurs non-initiés d'invoquer le manquement à ce devoir d'information. Dans cette hypothèse, ils peuvent invoquer le fait que s'ils avaient connu l'information, ils auraient agi autrement.

La violation d'un devoir d'information rendra possible l'identification du préjudice causé par l'opération d'initié. La difficulté principale consiste à déterminer le fondement et l'étendue de ce devoir.

B/ Les difficultés liées à l'impossibilité de mettre à la charge des initiés une obligation de divulgation

672. La jurisprudence américaine a déjà été confrontée à la question de savoir si un investisseur non-initié peut intenter une action en responsabilité contre l'initié sur la base de l'absence de divulgation de l'information privilégiée. C'est la raison pour laquelle avant d'examiner s'il serait possible d'introduire un devoir d'information à la charge de l'initié en droit français, il est nécessaire d'examiner l'évolution de la jurisprudence américaine.

⁹⁴⁸ William 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), p. 1224

1) Le droit américain

673. Les juges américains ont mis à la charge des initiés un devoir que l'on peut appeler « révéler ou s'abstenir » (*duty to disclose or abstain rule*). En l'absence de texte exprès en droit américain qui précisait le champ du délit d'initié⁹⁴⁹, c'est la jurisprudence qui l'a déterminé. Il est intéressant de relever que le choix de fondement de l'interdiction a eu un effet considérable non seulement sur la détermination du cercle des initiés, mais aussi sur la détermination des victimes potentielles et notamment de leur action civile fondée sur la violation du devoir « révéler ou s'abstenir »

a) L'égalité devant l'information

674. Dans la décision *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*⁹⁵⁰, la deuxième Cour d'appel des Etats-Unis (*Seconde Circuit*) a fondé la poursuite des opérations d'initié sur la reconnaissance d'un égal accès à l'information financière⁹⁵¹. Les juges ont mis l'accent sur l'importance de l'information et son effet sur la décision d'investissement. Il a été décidé que les investisseurs qui ont agi en sens inverse de l'initié peuvent agir contre l'initié en invoquant le fait que s'ils avaient connaissance de l'information privilégiée, ils auraient pris une autre décision.

675. Dans la décision *Shapiro*⁹⁵² la *Second Circuit* a expressément reconnu le droit d'agir contre les initiés sur le fondement de l'égal accès à l'information. La jurisprudence postérieure a précisé les conditions de cette action. D'une part, seuls les investisseurs « contemporains » ont droit d'être indemnisés⁹⁵³ : les investisseurs contemporains sont ceux qui ont agi en même temps que l'initié. D'autre part, la jurisprudence *Elkind v. Liggett & Myers*⁹⁵⁴ a limité le montant des dommages et intérêts à la hauteur du gain réalisé par l'initié. On peut constater que le fondement de l'égal accès à l'information financière définit de manière assez large le domaine de l'interdiction puisque toute personne qui dispose d'une information financière non publique est soumise à la règle révéler ou s'abstenir.

⁹⁴⁹ V. Bainbridge, Stephen M., A Critique of the Insider Trading Sanctions Act of 1984, op. cité, p. 460

⁹⁵⁰ *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 495 F. 2d 228 - Court of Appeals, 2nd Circuit 1974

⁹⁵¹ Roger Brunelle, Securities Law -- Rule 10b-5 - Civil Liability of Tippers and Tippees - *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 16 B.C.L. Rev. 503 (1975), p. 505, accessible à : <http://lawdigitalcommons.bc.edu/bclr/vol16/iss3/6>

⁹⁵² *SHAPIRO et al., v. MERRILL LYNCH, PIERCE, FENNER & SMITH, INC., et al.*, 495 F.2d 228

⁹⁵³ *Wilson v. Comtech Telecommunications Corp.*, 648 F.2d 88

⁹⁵⁴ *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*, 635 F.2d 156, 168 n.23 (2d Cir. 1980)

Cependant, la Cour Suprême des Etats-Unis a rejeté la théorie d'égal accès à l'information comme fondement possible de l'interdiction des opérations d'initié⁹⁵⁵.

b) Le devoir fiduciaire

676. La Cour Suprême a précisé que la règle révéler ou s'abstenir d'agir (*duty to disclose or abstain rule*) s'applique uniquement dans les hypothèses où l'initié est soumis à un devoir fiduciaire⁹⁵⁶. Ce devoir fiduciaire existe notamment dans les relations dirigeant-associés, salarié-employeur, avocat-client, banquier-client. Ainsi, les associés non-initiés peuvent-ils agir contre un dirigeant ayant profité d'une information concernant la société qu'il dirige.

Etant donné que l'action civile a été reconnue sous le règne de l'égal accès à l'information dans la décision *Shapiro*, il faut examiner à présent l'effet du changement de fondement sur les conditions de l'action civile.

677. Dans la décision *Moss* les juges de la *Second Circuit* ont décidé que l'obligation d'information (*duty to disclose*) peut donner lieu à une action civile lorsque l'initié est tenu à une obligation fiduciaire envers la victime de l'opération d'initié⁹⁵⁷. Dans cette affaire, l'information concernait une offre publique. Les initiés connaissaient l'existence de l'opération et ont acquis des actions de la société cible. Les associés de la société cible ayant vendu leurs titres avant l'annonce de l'offre publique ont introduit une action contre les initiés. Les juges ont décidé que les initiés n'étaient pas tenus à un devoir fiduciaire envers les associés de la société cible, car il n'existait aucun lien entre les initiés et cette société. Tel serait le cas au contraire s'il s'agissait notamment du banquier, du conseiller, de l'auditeur ou de l'avocat de la société cible, parce que dans toutes ces hypothèses, il existe un devoir fiduciaire à l'égard des associés de la société cible. Or, en l'espèce les initiés étaient des cadres de la société qui initiait l'offre publique. Par conséquent, les initiés, fussent-ils reconnus comme coupables, ne peuvent pas être condamnés à verser des dommages et intérêts aux associés de la société cible. On constate que cette solution revient à la décision *Shapiro* qui ouvrait beaucoup plus largement la possibilité d'une action civile contre les initiés.

⁹⁵⁵ Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980)

⁹⁵⁶ V. Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983)

⁹⁵⁷ Moss, v. MORGAN STANLEY INC., 719 F.2d 5, 2nd Cir. 1983

678. En 1988, le Congrès des Etats-Unis a créé une action spéciale contre les initiés (§20A de Securities Exchange Act⁹⁵⁸). Le Congrès a édicté cette règle afin de contourner le résultat de la jurisprudence *Moss* et permettre aux investisseurs d'agir contre les initiés⁹⁵⁹. La loi prévoit la possibilité d'agir contre les initiés sans besoin d'établir la violation d'un droit fiduciaire. Les investisseurs autorisés d'agir sont ceux qui ont acquis leurs titres en même temps que l'initié (*contemporaneous traders*). La règle prévoit tout simplement que tous les investisseurs qui ont agi en même temps que l'initié sont présumés victime du délit d'initié⁹⁶⁰. L'indemnisation des investisseurs est limitée au profit réalisé ou à la perte évitée par l'initié. S'il y a plusieurs investisseurs, ils sont indemnisés au *pro rata* de leurs pertes respectives.

679. Si le fondement de la répression du délit d'initié peut avoir une incidence sur la caractérisation du préjudice des victimes, que peut-on dire de la justification de la poursuite du délit en droit français et en droit européen et peut-elle justifier une action en responsabilité ?

2) Le droit français et le droit européen

680. En droit interne, le délit d'initié est inscrit dans le chapitre V du titre VI du Code monétaire et financier « *Infractions relatives à la protection des investisseurs* ». La protection des investisseurs est assurée par l'obligation d'abstention d'opérations d'initié. Le Code monétaire et financier ne prévoit pas de dispositions spéciales en matière de réparation des préjudices des investisseurs lésés. L'application du droit commun de la responsabilité civile n'a pas abouti jusqu'à présent à une réparation effective des investisseurs du chef de délit d'initié. Dans l'affaire *Sidel* déjà évoquée l'absence d'impact sur le cours du titre a empêché l'identification d'un préjudice individuel indemnisable. Il faut s'interroger cependant si l'interdiction du délit implique aussi une obligation d'informer les non-initiés à l'instar de la règle révéler ou s'abstenir (*duty to disclose or abstain rule*) de droit américain. Il est dès lors primordial de trouver un fondement à ce devoir d'informer.

⁹⁵⁸ "Any person who violates any provision of this title . . . by purchasing or selling a security while in possession of material, nonpublic information shall be liable . . . to any person who, contemporaneously with the purchase or sale of securities that is the subject of such violation, has purchased . . . or sold . . . securities of the same class." 15 U.S. Code § 78t-1

⁹⁵⁹ Ralph C. Ferrara, Herbert Thomas, Donna M. Nagy, Ferrara on Insider Trading and the Wall, Law Journal Press, 2014, voir §3. 03

⁹⁶⁰ La règle ne définit pas les initiés « contemporains », voir sur cette question William Wang, Marc Steinberg, Oxford University Press, Oct 7, 2010, p. 523

681. On pourrait concevoir que le fondement d'un devoir d'informer les non-initiés réside dans les justificatifs de poursuites du délit d'initié. Les juges français ont déjà affirmé 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*⁹⁶¹ ».

682. S'agissant des textes communautaires, ils évoquent la confiance des investisseurs et l'égalité devant l'information. La Directive de 1989⁹⁶² sur l'interdiction des opérations d'initié poursuivait deux objectifs : promouvoir le bon fonctionnement des marchés financiers européens et assurer la confiance des investisseurs. Cette confiance reposait selon les rédacteurs « *sur la garantie donnée aux investisseurs qu'ils sont placés sur un pied d'égalité et qu'ils seront protégés contre l'utilisation illicite de l'information privilégiée*; considérant que les opérations d'initiés, « *en raison du fait qu'elles apportent des avantages à certains investisseurs par rapport aux autres, sont de nature à remettre en question cette confiance et peuvent de ce fait porter atteinte au bon fonctionnement du marché* ». Cette directive a été remplacée par la Directive Abus de marché de 2003⁹⁶³. La Directive Abus de marché a interdit non seulement les opérations d'initié mais aussi les manipulations de marché et a permis une meilleure information en imposant aux émetteurs de diffuser directement au public les informations privilégiées⁹⁶⁴. On retrouve dans le préambule de la directive la nécessité d'assurer la confiance des investisseurs⁹⁶⁵. En outre, la Directive mentionne la situation des investisseurs à la fin de son Préambule : « *une information déséquilibrée et un manque de transparence étant de nature à compromettre le fonctionnement des marchés et surtout à causer un préjudice aux consommateurs et aux petits investisseurs* ». On peut s'étonner que la Directive ne vise que les consommateurs et les petits investisseurs. Quoi qu'il en soit, cette référence au préjudice dans le préambule ne trouve pas d'écho dans le texte de la Directive. En effet, aucun article n'est consacré à l'indemnisation des investisseurs en cas de préjudice.

⁹⁶¹ TGI de Paris (11e ch. 1), 12 septembre 2006, Sidel, déjà cité

⁹⁶² n° 89/592/CEE du Conseil, du 13 novembre

⁹⁶³ 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)

⁹⁶⁴ Art. 6

⁹⁶⁵ Cons. 2 de la Directive 2003/6/CE

683. Cette référence relative au préjudice disparaît avec la promulgation du nouveau Règlement Abus de marché de 2014⁹⁶⁶ qui abroge la Directive Abus de marché. Le Règlement définit ses objectifs en se référant encore une fois à la confiance des investisseurs⁹⁶⁷. Le Règlement précise en outre que la « *caractéristique essentielle des opérations d'initiés réside dans l'avantage injuste tiré d'informations privilégiées au détriment de tiers qui n'en ont pas connaissance, ce qui a pour conséquence de nuire à l'intégrité des marchés financiers et à la confiance des investisseurs*⁹⁶⁸ ».

864. Après l'examen des objectifs de la réglementation française et européenne deux fondements possibles peuvent être soulevés : celui d'assurer la confiance des investisseurs et celui d'assurer leur égalité.

a) La confiance des investisseurs

685. La confiance des investisseurs constitue l'un des objectifs ayant pour finalité de promouvoir le développement et l'intégrité des marchés financiers européens. Cela dit, l'objectif d'assurer la confiance des investisseurs permet-il de fonder une action en responsabilité ?

686. La confiance des investisseurs comme fondement possible d'une obligation d'information posera un problème non négligeable lié à la détermination de son domaine. Il serait assez difficile de déterminer avec précision cette obligation. Afin d'assurer la confiance des investisseurs dans les marchés financiers tout le monde doit informer tous les investisseurs même potentiels. Dès lors, en cas de délit d'initié on aura un nombre infini de victimes. Chaque investisseur subira alors un préjudice dans la mesure où sa confiance a été trompée. Ce qui inclut non seulement les investisseurs qui ont agi au même moment que l'initié mais aussi tous les investisseurs actuels et même futurs. Une responsabilité envers tout le monde n'est pas réellement gérable. En outre, si la perte de confiance dans les marchés

⁹⁶⁶ 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

⁹⁶⁷ Cons. 24 du Règlement : « *l'objectif du présent règlement, qui est de protéger l'intégrité du marché financier et de renforcer la confiance des investisseurs, laquelle se fonde à son tour sur l'assurance que les investisseurs bénéficieront des mêmes conditions et seront protégés contre l'utilisation abusive d'informations privilégiées* »

⁹⁶⁸ Cons. 23 du Règlement

financiers cause éventuellement un préjudice aux marchés eux-mêmes⁹⁶⁹, elle n'est pas une cause de préjudice individuel. Il serait douteux que la confiance des investisseurs puisse justifier une action en responsabilité.

687. À partir de ces observations, il est possible d'affirmer que la confiance des investisseurs ne peut pas fonder une obligation d'information du « bon Samaritain »⁹⁷⁰ envers une masse d'investisseurs non identifiés.

Que peut-on dire alors à propos de l'égalité des investisseurs ?

b) L'égalité des investisseurs

688. L'égalité des investisseurs peut être assurée si l'investisseur dispose des mêmes informations que l'initié. Assurer la divulgation de l'information privilégiée privera l'initié de son avantage par rapport aux autres investisseurs. A priori, l'égalité des investisseurs devant l'information financière peut fonder une obligation d'information à la charge des initiés. Toutefois, comme on va le constater, ni la réglementation financière, ni le fonctionnement des marchés financiers ne permettent pas la reconnaissance d'une telle obligation.

689. En droit européen l'accès aux informations susceptibles d'être caractérisées comme privilégiées est assuré par l'obligation des émetteurs de publier *dès que possible* toutes les informations privilégiées qui les concernent: « *Tout émetteur rend publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui concernent directement ledit émetteur* »⁹⁷¹. Cette obligation d'information permanente mérite deux observations concernant son domaine.

690. En premier lieu, on remarque que l'obligation de communiquer les informations privilégiées est mise à la charge des émetteurs. Par conséquent, si on considère qu'une société agit par le biais de ses dirigeants, ce sont les dirigeants de la société concernée par l'information privilégiée qui doivent communiquer l'information au public avant d'agir. Un

⁹⁶⁹ Selon le Professeur Langevoort la confiance des investisseurs est un mythe car cette justification n'est pas prouvée. Il invoque le fait que le délit d'initié a toujours existé et cela n'a jamais provoqué une inversion du comportement des investisseurs. En outre, l'auteur met en avant le fait que certains marchés financiers, tout à fait liquides, ont existé sans l'interdiction des opérations d'initié. Tel était le cas du Japon et de l'Allemagne avant 1994. Donald C. Langevoort, Rereading "Cady, Roberts": The Ideology and Practice of Insider Trading Regulation, Columbia Law Review, Vol. 99, No. 5 (Jun., 1999), pp. 1319-1343, p. 1320-1326

⁹⁷⁰ Terme emprunté de la doctrine américaine – voir William 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?, op. cit., p. 1240

⁹⁷¹ Art.17, point 1 du Règlement ; Art. 6 de la Directive abus de marché, transposée à l'art. 223-2 RG AMF

initié externe de la société doit juste s'abstenir d'agir, mais il n'est pas obligé de communiquer l'information privilégiée. Il apparaît ainsi que l'obligation de communiquer l'information privilégiée est moins étendue que l'obligation d'abstention. En second lieu, le moment à partir duquel il faut diffuser l'information privilégiée ne coïncide pas nécessairement avec le moment à partir duquel il faut s'abstenir d'agir. L'absence de simultanéité des deux obligations se voit assez clairement dans la possibilité pour les émetteurs de différer la communication d'une information privilégiée dans des cas bien précis⁹⁷². En revanche, même si la communication peut être différée, le dirigeant de la société concernée par l'information doit toujours s'abstenir d'agir.

691. Il est impossible de relever une obligation d'informer à partir des textes en matière financière qui assurent une information permanente. Leur seul objet est de sanctionner la violation de l'abstention⁹⁷³. Peut-on pour autant exclure l'existence d'un devoir d'informer à l'image du droit américain ?

692. La jurisprudence française a déjà créé d'obligations d'information lorsqu'il existe notamment un devoir de loyauté. Ce devoir de loyauté n'est pas général, il doit résulter de circonstances particulières⁹⁷⁴. En effet, l'obligation de loyauté est généralement fondée sur des relations de confiance⁹⁷⁵. Ainsi, le vendeur, surtout le vendeur professionnel, est obligé d'informer l'acheteur sur les caractéristiques du bien vendu. De même, on peut découvrir un devoir de loyauté dans les relations dirigeant/associés : le dirigeant est tenu d'un devoir de loyauté à l'égard des associés de la société qu'il dirige.

693. Dans le célèbre arrêt *Vilgrain*⁹⁷⁶ la Cour de cassation a jugé que le dirigeant qui acquiert des titres d'un associé sans lui fournir des informations de nature à influencer sur son consentement, commet un dol par réticence. Le dol par réticence est constitué par la dissimulation d'une information importante du consentement de l'une des parties⁹⁷⁷. Dans cette affaire, la jurisprudence a privé le dirigeant de la possibilité de tirer un avantage d'une information qui n'était pas portée à la connaissance de l'associé cédant.

⁹⁷² Voir art. 17, point 4 du Règlement et art. 5, point 2 Directive Abus de marché

⁹⁷³ C. Ducouloux-Favart, Les raisons de l'incrimination pénale des délits boursiers, Mel. AEDBF France, 1997, p.177, p. 182

⁹⁷⁴ Dans ce sens. M. Fabre-Magnan, Les obligations, Tome 1. Contrat et engagement unilatéral, 3^{ème} éd., PUF, p. 344

⁹⁷⁵ M. Fabre-Magnan, Droit des obligations t.1, 3e éd. , Puf, Themis ; Droit 2012, p. 344

⁹⁷⁶ Com. 27 févr. 1996, RTD civ. 1997.114

⁹⁷⁷ V. F. Terré, P. Simler, Y. Lequette, Les obligations, op. cité, n° 225

694. On peut constater que cette situation se rapproche de l'hypothèse d'une opération d'initié. En effet, les avantages pour l'initié et l'auteur du dol sont identiques car ils profitent d'une information, dont ils ont seuls l'accès. Toutefois, il existe une différence fondamentale entre les deux situations. Le dol suppose un élément intentionnel, c'est-à-dire la volonté de tromper, alors que l'opération de l'initié s'exécute sur un marché financier qui est par nature impersonnel. L'initié ne connaît pas l'investisseur qui passe l'ordre en sens inverse et qui lui sert de contrepartie. Dès lors peut-on concevoir l'existence d'une relation de confiance sur un marché impersonnel ? À notre avis, les relations de confiance présupposent des relations directes et un contact personnel. Il est possible de conclure que le caractère impersonnel des opérations financières est incompatible avec les relations de confiance requises pour la reconnaissance de l'obligation d'information fondée sur la confiance. La différence de contexte empêche justement de transposer la jurisprudence *Vilgrain* aux opérations d'initié. On constate que le contexte des marchés financiers ne permet pas de fonder une obligation d'information à la charge du dirigeant d'une société concernée par une information privilégiée. Dès lors, les investisseurs lésés ne peuvent pas fonder une action en responsabilité contre les initiés pour absence de communication de l'information privilégiée.

695. Nous avons constaté jusqu'à présent l'impossibilité d'établir un préjudice provoqué par l'opération d'initié lorsque l'investisseur agit en même temps que l'initié. Toutefois, il est possible d'identifier un préjudice résultant d'une opération d'initié lorsque l'investisseur a déjà pris sa décision d'investissement et l'opération d'initié intervient après.

§2. La possibilité d'identifier un préjudice après la prise de la décision d'investissement

696. Lorsque l'opération de l'initié intervient après la décision d'investissement, il est possible, d'établir un préjudice dans au moins deux situations : en cas d'offre publique et en cas de préemption d'un ordre de bourse. Dans ces deux situations la présence de l'initié modifie les conditions de marché.

A/ Le préjudice causé à une société en cas d'offre publique

697. Prenons l'exemple d'une société qui souhaite réaliser une offre publique et plusieurs de ses cadres dirigeants acquièrent des titres de la société cible avant l'annonce de l'offre. Si le marché n'est pas très liquide, les opérations des initiés pourraient avoir un impact sur le cours des titres de la société cible. Si ces opérations entraînent une augmentation du cours des titres

avant le dépôt du projet de l'offre publique, la société qui a initié l'offre publique doit acheter les titres à un prix supérieur que celui initialement prévu. Cette situation rappelle les circonstances de l'affaire Pechiney Triangle⁹⁷⁸. La société Pechinay envisageait une OPA sur la société Triangle. Avant l'annonce de l'OPA les initiés ont acheté des titres, ce qui a eu pour effet l'augmentation des titres de la société Triangle.

Dans l'hypothèse d'une OPA, la société qui doit payer plus cher les titres de la société cible, subit un préjudice direct des opérations d'initié.

B/ Le préjudice causé aux investisseurs en cas de préemption des ordres

698. Deux auteurs ont envisagé le préjudice de l'investisseur qui a passé un ordre de bourse avant que l'initié réalise son opération sur le marché.

697. Le Professeur Wang développe l'idée selon laquelle l'opération de l'initié peut causer un préjudice dans deux cas de figure : d'une part, les ordres des investisseurs, qui ont agi dans le même sens que l'initié peuvent être préemptés par les ordres de celui-ci, et d'autre part, les ordres des investisseurs qui ont agi en sens inverse peuvent être exécutés à cause de l'intervention de l'initié à des conditions moins favorables que celles qui auraient présidé l'exécution de l'ordre en l'absence de l'initié.

698. Ce phénomène est appelé par l'auteur « *la règle de la conservation des titres* »⁹⁷⁹. En quoi consiste-t-il le préjudice ? Selon le Professeur Wang, les ordres préemptés peuvent subir le changement du cours. Par exemple, si l'information privilégiée a pour objet d'agir à la hausse sur le cours, la préemption d'un ordre d'achat peut avoir pour effet de retarder l'exécution après l'annonce publique de l'information privilégiée, et donc à un moment où le cours augmente. L'investisseur subit un préjudice, car il a acheté plus cher ses titres.

699. Si en revanche, il s'agit d'un ordre de vente qui est exécuté en raison de l'ordre de l'initié, c'est-à-dire qu'il a trouvé une contrepartie, l'investisseur sera privé de la possibilité de vendre plus cher.

⁹⁷⁸ Cass. Crim. 3 novembre 1992 n° 92-84745, publiée au bulletin

⁹⁷⁹ "The Law of Conservation of Securities" - W. Wang, Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: Who Is Harmed, and Who Can Sue Whom Under SEC Rule 10b-5?, op. cite, p. 1235 et s.

700. L'analyse du Professeur Wang est centrée sur les ordres exécutés par un market maker⁹⁸⁰. Il envisage notamment les situations qui se produisent lorsque l'ordre d'un initié change l'inventaire du market maker et potentiellement modifie la cotation que celui-ci va proposer à un investisseur non-initié. Selon l'auteur, la préemption peut se produire lorsque les ordres de l'initié modifient l'offre et la demande. En fait, si le prix proposé par le market maker baisse, on aura pour conséquence une augmentation des ordres d'achat et une diminution des ordres de vente⁹⁸¹.

701. Dans la littérature française, il faut citer l'étude de Mme Sonntag⁹⁸² qui a analysé la présence d'un initié sur un marché gouverné par les ordres (marché d'agence). C'est un marché sur lequel les ordres de vente et les ordres d'achat des investisseurs sont directement confrontés. L'intermédiaire collecteur d'ordres va transmettre les ordres à un négociateur⁹⁸³ qui va exécuter les ordres transmis. Pour qu'une opération se réalise, les ordres doivent être compatibles. L'ordre qui ne trouve pas de contrepartie (un ordre en sens inverse) va rester en attente sur le marché.

702. Dans son étude, consacrée au préjudice causé par les initiés, Mme Sonntag examine le fonctionnement d'un marché gouverné par les ordres, tel le marché Nyse Euronext, pour savoir quel est l'effet de la présence de l'initié sur les ordres déjà enregistrés sur la feuille de marché.

703. L'auteur définit deux types de préjudices causés par le délit d'initié – le préjudice de *non exécution* et le *préjudice de contrepartie*. Pour caractériser le préjudice de *non exécution*, l'auteur prend en compte que l'ordre de l'initié sera exécuté en priorité⁹⁸⁴. L'exécution en priorité de l'ordre de l'initié évincera un autre ordre déjà enregistré. Le préjudice résultera du changement des conditions d'exécution des ordres évincés. Si le prix d'exécution change entre

⁹⁸⁰ Le market maker est un intermédiaire contrepartiste qui affiche en permanence les prix auxquels il se propose d'acheter ou de vendre un titre déterminé. Il achète un titre d'un client directement et peut dénouer l'opération avec un autre, v. l'étude de C. Sonntag, *Préjudices et sanctions des infractions d'initiés : approche juridique et économique*, Organisation des dispositifs spécialisés de lutte contre la criminalité économique et financière en Europe, Sous la direction de B. Deffains et F. Stasiak, Université de Poitiers, LGDJ, 2004, p. 115

⁹⁸¹ W. Wang, *Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: Who Is Harmed, and Who Can Sue Whom Under SEC Rule 10b-5?*, op. cit., p. 1236

⁹⁸² C. Sonntag, *Préjudices et sanctions des infractions d'initiés : approche juridique et économique*, Organisation des dispositifs spécialisés de lutte contre la criminalité économique et financière en Europe, Sous la direction de B. Deffains et F. Stasiak, Université de Poitiers, LGDJ, 2004, p. 111

⁹⁸³ Voir C. Sonntag, op. cit., p. 115

⁹⁸⁴ « La priorité du prix implique qu'un ordre d'achat avec une limite supérieure est servi avant tous les ordres libellés à des prix inférieurs, et inversement pour les ordres de ventes ». Or, par hypothèse la limite proposée par l'initié sera telle que son ordre sera exécuté en priorité. C. Sonntag, p. 116 et p. 120

le moment où l'ordre devrait être exécuté et le moment d'exécution effective, la moins-value pour les non-initiés sera égale à $p_1 - p_2$ ⁹⁸⁵ multiplié par le nombre des titres vendus⁹⁸⁶.

704. De même, si le cours a augmenté dans l'hypothèse d'un ordre d'achat. Dans cette hypothèse l'investisseur doit acheter à un prix plus élevé que celui auquel il aurait pu en l'absence de l'initié. Ainsi, les ordres évincés ne peuvent ni éviter une moins-value ni profiter d'une augmentation du cours⁹⁸⁷.

705. S'agissant du préjudice de *contrepartie*, il sera subi lorsque les non-initiés ont passé des ordres en sens inverse de ceux de l'initié et leurs ordres sont exécutés du fait qu'ils ont trouvé une contrepartie face aux ordres de l'initié. L'auteur considère que le préjudice causé par la présence de l'initié sera égal « *aux nombres de titres acheté (vendus) en présence d'initiés, multiplié par la valeur absolue du différentiel entre le prix d'achat (de vente) des titres moins le prix de titre à la diffusion publique de l'information* »⁹⁸⁸.

706. Ces études montrent que parfois l'intervention de l'initié peut causer des préjudices directs aux autres investisseurs. La perte ou le manque à gagner des non-initiés seront directement causés par le délit d'initié. Toutefois, dans l'hypothèse de préemption, le préjudice est directement causé par l'opération de l'initié alors que dans le cas de « *préjudice de contrepartie* » la survenance du préjudice est moins certaine.

707. En effet, la contrepartie pourrait très bien être un investisseur non initié. Dans cette hypothèse, il n'est pas possible d'établir avec certitude le lien causal qui doit exister entre la faute et le préjudice, parce que même en l'absence de l'ordre de l'initié, l'ordre pourrait être exécuté aux mêmes conditions. Il serait possible d'indemniser éventuellement juste une perte de chance, mais pas la totalité du préjudice.

§3. Examen de l'opportunité d'introduire une action spéciale contre les initiés

708. Après l'examen du droit américain, qui prévoit une action spéciale contre les initiés, il faut se poser la question de savoir s'il est opportun d'introduire une telle action en droit français.

⁹⁸⁵ P1 étant le prix auquel l'ordre devrait être exécuté et P2 le prix d'exécution.

⁹⁸⁶ *Id.*

⁹⁸⁷ *Ibid.*, p. 122

⁹⁸⁸ *Ibid.*, p. 125

A/ L'exemple du droit américain

709. En 1988, le Congrès américain a édicté la règle §20A qui prévoit dans Securities Exchange Act⁹⁸⁹ une action spéciale contre les initiés. Le Congrès a édicté cette règle afin de permettre aux investisseurs d'agir contre les initiés et contourner ainsi le résultat de la jurisprudence *Moss*⁹⁹⁰. L'adoption de cette règle a été considérée comme un moyen de prévention des opérations d'initié⁹⁹¹. L'application de la section 20A suppose l'établissement préalable d'un délit d'initié.

710. La loi prévoit la possibilité d'agir contre l'initié sans besoin d'établir la violation d'un droit fiduciaire. Cette action expresse coexiste avec l'action spéciale fondée sur l'art. 10b de Security Exchange Act. Cependant, l'application de l'art. 10b exige la preuve de la violation d'un droit fiduciaire, ce qui la rend pratiquement inapplicable en cas d'initié extérieur de la société dont les titres ont été achetés ou vendus⁹⁹².

711. La Section 20A permet d'indemniser *tous* les investisseurs *contemporains*. La règle présume que tous les investisseurs qui ont agi en même temps que l'initié sont victimes du délit d'initié⁹⁹³. Cette action expresse aboutit à une indemnisation même en l'absence de preuve d'un préjudice subi par la victime⁹⁹⁴. L'avantage pour les investisseurs est donc considérable parce qu'ils sont dispensés de l'obligation de prouver leur préjudice et le lien de causalité entre le préjudice et le délit d'initié.

712. L'indemnisation des investisseurs est limitée au profit réalisé ou à la perte évitée par l'initié. En plus, le montant des fonds à distribuer est diminué si l'initié a déjà été condamné à rembourser des sommes pour le même fait.

713. Cette règle peut-elle être invoquée dans une *class action* ? Nous avons déjà mentionné le fait qu'il faut établir au préalable un délit de Securities and Exchange Act. Or, afin de prévenir des actions abusives et surtout éviter la dérive des *class actions*, le Congrès

⁹⁸⁹ "Any person who violates any provision of this title . . . by purchasing or selling a security while in possession of material, nonpublic information shall be liable . . . to any person who, contemporaneously with the purchase or sale of securities that is the subject of such violation, has purchased . . . or sold . . . securities of the same class." 15 U.S. Code § 78t-1

⁹⁹⁰ Ralph C. Ferrara, Herbert Thomas, Donna M. Nagy, Ferrara on Insider Trading and the Wall, Law Journal Press, 2014, voir §3. 03

⁹⁹¹ *Idem*

⁹⁹² *Id.*

⁹⁹³ La règle ne définit pas les initiés « contemporains », voir sur cette question William Wang, Marc Steinberg, Oxford University Press, Oct 7, 2010, p. 523

⁹⁹⁴ William Wang, Marc Steinberg, Insider Trading, Oxford University Press, Oct 7, 2010, p. 506

américain a édicté des règles spécifiques ayant pour objet de rendre l'établissement de la preuve plus difficile (Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (PSLRA)). Le PSLRA a imposé une preuve assez difficile à rapporter⁹⁹⁵. En effet, la législation impose aux victimes de prouver l'élément moral du délit et notamment l'intention frauduleuse (*strong inference" of scienter*)⁹⁹⁶. Si l'action sur le fondement de la Section 20A est conditionnée donc par l'établissement d'un délit d'initié qui requiert en soi la preuve d'une intention frauduleuse, l'action sera pratiquement limitée aux hypothèses les plus graves où la commission du délit ne fait de doute⁹⁹⁷.

B/ La question de l'opportunité d'introduction d'une action spéciale en droit français

714. En vertu de l'article 1382 du code civil, toute faute est susceptible de donner lieu à une action en responsabilité si elle a causé un préjudice. Est-il judicieux de prévoir néanmoins une action spéciale au profit des investisseurs agissant en même temps que l'initié à l'image du droit américain?

715. Malgré la répréhension morale que l'on peut avoir contre les opérations d'initié, il est quasiment impossible de justifier un préjudice résultant de ces opérations et notamment lorsque l'opération intervient avant la prise de la décision d'investissement. Cette action civile aura donc pour effet (et pour objet) de présumer un préjudice. Le préjudice résultera alors du seul fait de la commission du délit d'initié. Or, selon M. Calfayan, même s'il n'existe pas de préjudice, il y a quand même une atteinte qu'il faut compenser⁹⁹⁸.

716. Toutefois, l'existence d'une telle action doit être justifiée. Nous avons déjà examiné que l'égalité des investisseurs devant l'information ne peut pas fonder une action en responsabilité. D'ailleurs, l'égalité devant l'information financière est une chimère, car il y aura toujours des investisseurs plus informés que d'autres. Nous ne pensons pas que l'égalité puisse justifier une action spéciale.

⁹⁹⁵ Neil V. Shah, Section 20A and the Struggle for Coherence, Meaning, and Fundamental fairness in the Express Right of Action for Contemporaneous Insider Trading Liability, 60 Rutgers L. Rev. 791, 812-813 (2009), p. 27

⁹⁹⁶ "strong inference that the defendant acted with the required state of mind" - 15 U.S. Code § 78u-4 - Private securities litigation

⁹⁹⁷ Neil V. Shah, Section 20A and the Struggle for Coherence, Meaning, and Fundamental fairness in the Express Right of Action for Contemporaneous Insider Trading Liability, p. 818

⁹⁹⁸ C. Calfayan, Essai sur la notion de préjudice, *op. déjà cité*

717. Une autre théorie a été soutenue par les auteurs américains pour justifier l'interdiction du délit d'initié. C'est la théorie du droit de la propriété sur les informations privilégiées. D'après cette théorie, la société et ses associés sont titulaires d'un droit de propriété sur toutes les informations concernant la société. Selon le Professeur Bainbridge, on peut trouver le fondement de l'interdiction des opérations d'initiés dans la reconnaissance d'un droit de propriété sur les informations privilégiées⁹⁹⁹. Par exemple, un initié ne peut pas exploiter l'information liée à une fusion ou à une OPA/OPE parce que seule la société serait propriétaire de cette information. Tel ne sera pas le cas si l'analyste découvre tout seul cette information¹⁰⁰⁰. Professeur Bainbridge soutient que la protection de l'information par la société ressemble beaucoup à la protection des marques¹⁰⁰¹. La protection légale d'une marque permet d'interdire l'utilisation de celle-ci par les concurrents. Le droit du titulaire de la marque est un droit exclusif. D'après Professeur Bainbridge la protection de la propriété intellectuelle et l'interdiction du délit d'initié ont le même objectif– assurer la protection de l'information afin de motiver la création des informations « de valeur »¹⁰⁰². Or, on reconnaît que l'information a une vraie valeur de nos jours.

718. Le droit de propriété a été analysé de manière purement économique par William M. Landes and Richard A. Posner¹⁰⁰³. Selon ces auteurs, le droit de propriété est un pouvoir exclusif qui permet d'interdire directement l'utilisation d'un bien aux autres sans devoir passer un contrat avec eux. Le propriétaire protégé jouit de son droit de manière statique (il se contente de l'exercer et d'interdire l'exercice par les autres), mais aussi de manière dynamique. L'exercice dynamique représente l'investissement dans le développement et la création des richesses. L'interdiction des opérations d'initié correspondrait alors à l'exercice statique du droit de propriété.

719. Néanmoins, cette théorie soulève le problème de savoir qui sera le titulaire du droit de propriété. En droit de la propriété intellectuelle, le titulaire est assez évident, c'est celui qui a

⁹⁹⁹ Bainbridge, Stephen M., *Regulating Insider Trading in the Post-Fiduciary Duty Era: Equal Access or Property Rights?* (May 8, 2012). UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 12-08. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2054814>

¹⁰⁰⁰ Macey, Jonathan R., "From Fairness to Contract: The New Direction of the Rules Against Insider Trading", p. 36

¹⁰⁰¹ Bainbridge, Stephen M., *Regulating Insider Trading in the Post-Fiduciary Duty Era: Equal Access or Property Rights?*, p. 22

¹⁰⁰² *Id.*, p. 22 : "The rationale for prohibiting insider trading is the same as that for prohibiting patent infringement or theft of trade secrets: protecting the economic incentive to produce socially valuable information ».

¹⁰⁰³ William M. Landes and Richard A. Posner, *Trademark Law: An Economic Perspective*, Journal of Law and Economics, Vol. 30, No. 2 (Oct., 1987), pp. 265-309

les droits sur la marque, sur un modèle ou plus précisément celui qui a enregistré la marque ou le modèle.

720. On peut s'accorder sur le fait que la propriété ne peut pas être accordée aux dirigeants de la société, parce qu'ils font partie des initiés par nature. Le titulaire le plus légitime est la société. La question est moins évidente s'agissant des associés. Or, cette question n'est pas soulevée par les professeurs Bainbridge et Macey. M. Macey reconnaît que seul le propriétaire de l'information peut agir et dans les exemples analysés¹⁰⁰⁴ en visant la société. Par conséquent, les investisseurs « externes » et les associés de la société « propriétaire de l'information » ne sont pas protégés.

721. Le Professeur Dooley considère que les investisseurs extérieurs, mais aussi les actionnaires n'ont pas de droits sur l'information relative à une société. La société est le seul propriétaire des informations qui la concernent et elle peut donc seule en disposer¹⁰⁰⁵ par exemple en délivrant une information confidentielle et privilégiée dans le cadre d'une négociation.

722. En définitive, la reconnaissance d'un droit de propriété sur l'information peut expliquer l'interdiction de l'utilisation d'une information privilégiée¹⁰⁰⁶ par les initiés, mais elle ne permet pas de protéger les investisseurs. parce qu'ils ne sont pas tout simplement titulaires de ce droit de propriété. Par conséquent, cette théorie ne peut pas justifier l'existence d'une action en responsabilité des investisseurs non-initiés.

723. Peut-on alors envisager une sanction spéciale ayant pour objet de sanctionner les comportements les plus graves des initiés ?

¹⁰⁰⁴ Les arrêts *Dirk*, *Chiarella* et *Winans* (United States v. Winans, 612 F. Supp. 827 (S.D.N.Y. 1985))

¹⁰⁰⁵ Dooley, *Enforcement of Insider Trading Restrictions*, 66 VA. L. REV. 1 (1980), p. 32

¹⁰⁰⁶ Bainbridge, Stephen M., *Regulating Insider Trading in the Post-Fiduciary Duty Era: Equal Access or Property Rights?*, p. 31 Cette théorie pourrait expliquer certaines décisions de la Cour Suprême comme *Dirk v. SEC* 463 U.S. 646 (1983). M. Dirk était un analyste spécialisé en compagnies d'assurance. Le dirigeant d'un fonds lui a confié que les titres du fonds sont surévalués de manière frauduleuse. M. Dirk a analysé toutes les informations publiques disponibles concernant le fonds et ses investigations personnelles ont confirmé l'existence de la surévaluation. Les clients de Dirk ont pu céder les titres du fonds et éviter ainsi des pertes considérables. M. Dirk a été poursuivi par la SEC pour délit d'initié en tant que tippee d'une information privilégiée. La Commission invoque classiquement l'égalité de tous les investisseurs devant l'information financière. M. Dirk n'a pas été condamné par la Cour Suprême parce que le tippee doit avoir profité personnellement de l'information privilégiée et tel n'était pas le cas en l'espèce. La Cour Suprême rappelle le rejet de l'égalité des investisseurs et invoque le fait que les analystes obtiennent souvent des informations en posant des questions aux dirigeants des sociétés et les informations obtenues de cette manière ne seront pas normalement rendues publiques. Selon certains auteurs cette décision s'explique par le fait que le fonds en l'espèce n'avait pas un droit de propriété sur l'information. M. Dirk avait un droit sur cette information car il a obtenu l'information grâce à ses efforts. Il est devenu propriétaire de l'information parce que son analyse personnelle a permis d'en confirmer l'authenticité.

Il a été analysé que l'indemnisation des investisseurs du fait d'un délit d'initié ne peut pas correspondre à la fonction compensatrice de la responsabilité¹⁰⁰⁷. Nous avons déjà vu que le préjudice existe dans des cas assez exceptionnels. Par conséquent, on ne peut pas considérer que le gain des initiés correspond à la perte des non-initiés. En cas d'indemnisation, les investisseurs non-initiés ne seront pas indemnisés parce qu'ils subissent un préjudice, mais parce que les initiés ont obtenu un gain injustifié¹⁰⁰⁸. Il serait donc possible d'envisager une indemnisation fondée sur la gravité de la faute.

724. Les hypothèses les plus graves seront celles dans lesquelles il y existe un concours d'infractions¹⁰⁰⁹ - l'initié commet à la fois un délit d'initié et un autre délit financier susceptible de causer un préjudice. En d'autres termes, il serait légitime de sanctionner plus lourdement l'initié lorsqu'il se rend coupable non seulement d'un délit d'initié mais aussi d'un autre délit financier qui a causé un préjudice (*cf.* manipulation de cours, diffusion d'informations fausses ou trompeuses). Dans ces hypothèses, la victime a le droit d'être indemnisée en fonction de la gravité de la faute et non pas en fonction du préjudice subi. Le cumul d'infractions va correspondre aux situations les plus graves et il serait légitime de sanctionner plus lourdement les initiés dans un but de prévention. Cependant, on peut préserver leurs droits. D'une part, on peut prévoir d'indemniser uniquement les victimes dont le préjudice est établi. D'autre part, l'indemnisation sera allouée si les délits sont établis par un juge.

725. Le moyen juridique qui permet de sanctionner l'initié c'est l'allocation de dommages et intérêts punitifs ou restitutoires¹⁰¹⁰. Pour l'instant, le droit positif ne prévoit pas une telle possibilité qu'en matière de contrefaçon¹⁰¹¹. Le principe d'indemnisation intégrale empêche d'aller au-delà du préjudice subi et d'indemniser une victime en fonction de la gravité de la faute. Le juge doit adapter les dommages et intérêts en fonction du seul préjudice subi.

¹⁰⁰⁷ Dooley, *Enforcement of Insider Trading Restrictions*, op. cité, p. 29

¹⁰⁰⁸ *Idem*

¹⁰⁰⁹ C'est une situation dans laquelle un « acte instantané ou une série d'agissements matériels rigoureusement indivisibles révèlent une pluralité de fautes ou portent atteinte à plusieurs valeurs sociales juridiquement protégées » et qui conduisent à une pluralité d'infractions. V. P. Salvage, *JurisClasseur Pénal Code*, Art. 132-1 à 132-7, Fasc. 20 : CONCOURS D'INFRACTIONS. - Concours idéal de qualifications, voir B. Bouloc, *Droit pénal général*, Précis Dalloz, 19ème éd., n° 687

¹⁰¹⁰ Voir *infra* l'évaluation des dommages et intérêts

¹⁰¹¹ V. *Infra* n°902 les projets de réforme du droit des obligations

726. Pour conclure, il faut dire que pour certains auteurs l'introduction d'une action spéciale à l'image de celle qui existe aux États-Unis doit se faire au niveau communautaire¹⁰¹². L'introduction d'une telle action sera inédite non seulement en droit français. Le droit anglais ne prévoit pas non plus une action expresse en cas de délit d'initié. Quant au droit allemand, il n'est pas possible d'agir en responsabilité contre les initiés sur le fondement de la Section 823, paragraphe 2 du Code civil allemand parce que la loi allemande sur les valeurs mobilières (The New German Securities Trading Act) ne reconnaît pas un droit individuel des investisseurs, mais une protection en tant que groupe d'investisseurs¹⁰¹³.

727. A notre avis, il serait possible d'envisager juste l'introduction de dommages et intérêts restitutoires attribués aux investisseurs intervenus sur le marché en même temps que l'initié. L'introduction de dommages et intérêts punitifs serait peu probable compte tenu qu'en matière de préjudices concurrentiels la Directive sur la réparation des préjudices résultants de la violation des règles de concurrence prévoit une indemnisation intégrale et elle interdit la réparation excessive par l'allocation de dommages et intérêts punitifs (art. 13 de la directive)¹⁰¹⁴.

¹⁰¹² Emiliós E. Avgouleas, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse : A Legal and Economic Analysis*, Oxford University Press, p. 486

¹⁰¹³ Hartmann, Joerg, *Insider Trading : An economic and legal problem ; How would O'Hagan Come Out under the new german securities trading act*, *Gonzaga Journal of International Law*, Vol.1, pp. 46-99

¹⁰¹⁴ Directive n° 2014/104/UE du 26 nov. 2014 relative à certaines règles régissant les actions en dommages et intérêts en droit national pour les infractions aux dispositions du droit de la concurrence des États membres et de l'Union européenne

Conclusion du Chapitre

728. Nous avons constaté que les opérations d'initié peuvent intervenir avant ou après la décision d'investissement et que cette particularité avait une incidence sur la caractérisation du préjudice. En ce qui concerne d'abord les opérations d'initié commises avant la décision d'investissement, il semble pratiquement impossible d'établir un lien entre l'opération de l'initié et la prise de la décision de l'investisseur non-initié. D'une part, il est impossible de soutenir que la décision d'investissement est motivée par l'opération de l'initié, car dans la plupart des cas l'agissement de l'initié n'a pas d'impact sur le cours. D'autre part, le contexte des marchés financiers ne permet pas de fonder un devoir d'information à la charge de l'initié concernant l'information privilégiée, même à la charge d'un dirigeant. En ce qui concerne les opérations d'initié commises après la décision d'investissement, nous avons envisagé deux cas de figure dans lesquelles il est possible de caractériser un préjudice en cas d'offre publique et en cas de préemption d'un ordre de bourse.

729. Enfin, ayant examiné l'indemnisation des investisseurs non-initiés par une règle spéciale aux États-Unis, nous avons proposé de sanctionner l'initié juste en cas de concours d'infractions et de distribuer aux non-initiés les gains réalisés par l'initié. Cette proposition nécessitera l'introduction de dommages et intérêts restitutoires en matière de délit d'initié.

Conclusion du Titre II

730. L'identification des différents types de préjudice nous a permis de les établir et de voir que l'origine du préjudice, à savoir le dommage qui l'a causé a une incidence considérable sur la détermination du lien causal. L'existence du double lien causal entre d'une part la faute et le dommage, et d'autre part, entre le dommage et le préjudice s'établit différemment suivant le type de dommage causé. Lorsque la faute entraîne une décision d'investissement non éclairée, la victime doit prouver le lien causal entre sa décision et la faute et le lien causal entre sa décision et sa perte. Lorsque en revanche le dommage consiste en une augmentation du risque de perte ou la diminution de la chance de gain, les deux liens de causalité existent, mais ils apparaissent fusionnés. La victime peut se contenter de prouver le lien causal entre l'augmentation risque et son préjudice.

731. Bien le préjudice constitue une condition autonome de la responsabilité, il ne faut pas nier les interférences qu'il existe avec les autres éléments de la responsabilité. Ces interférences se ressentent à travers les liens de causalité qui relient chaque élément dans la chaîne dommageable. L'établissement du préjudice final passe nécessairement par la détermination du dommage qu'il a été causé. Or, celui-ci est causé par l'acte dommageable. On a pu ainsi constater que la commission de la faute influence sensiblement l'établissement du préjudice peu importe si elle provoque une décision d'investissement ou elle cause directement le préjudice. Nous avons examiné plusieurs comportements interdits en droit financiers pour mettre à l'épreuve cette distinction. Dans certaines hypothèses, il apparaît que la faute peut influencer la décision sans pour autant causer le préjudice financier final. Tel est les cas par exemple de l'omission d'une mise en garde. En effet, la mise en garde ne peut pas causer le préjudice financier qui résulte de la baisse du cours d'un titre, car elle n'a pas d'impact sur le cours. En revanche, dans d'autres situations envisagées, la faute est susceptible de causer le préjudice financier final : diffusion de fausses information ou mauvais conseil en investissement. La deuxième série d'hypothèse examinée est celle dans laquelle la faute intervient après la décision d'investissement. Dans ce cas, l'établissement du préjudice est facilité étant donné que l'investisseur n'a pas à prouver le lien entre la faute et le dommage. Cette différence de situations se rencontre aussi en matière de délit d'initié. L'examen à part est justifié par le fait que les opérations d'initié peuvent intervenir avant la décision d'investissement et après celle-ci et posent les mêmes difficultés pour l'investisseur.

Ainsi, il serait plus facile de prouver un préjudice causé par une opération d'initié si celle-ci intervient après la décision d'investissement.

Conclusion de la Première Partie

732. Ce n'est qu'après avoir défini les difficultés de réunir toutes les exigences d'un préjudice réparable de droit commun et examiné l'inadaptation du système actuel qui applique la notion de perte de chance, que nous avons envisagé le préjudice financier en tant que l'aboutissement d'un processus dommageable. Cette approche nous a permis d'identifier les éléments qui interviennent dans la chaîne dommageable et de rechercher les liens de causalité qui les relient. En effet, le dommage, élément matériel est factuel causé par l'acte dommageable intervient dans la chaîne des événements avant le préjudice. Le préjudice relève en revanche de l'immatériel, car il doit être caractérisé et évalué. Il apparaît que le préjudice trouve son origine dans un dommage. La distinction entre le dommage et le préjudice nous a permis d'établir le lien de causalité par étapes en recherchant les liens causals entre tous les éléments intervenant dans la chaîne et aboutissant au préjudice. Ainsi, s'il est impossible d'établir le lien causal entre la faute et le préjudice directement, il sera possible d'établir dans un premier temps le lien de causalité entre la faute et le dommage et ensuite le lien de causalité entre le dommage et le préjudice financier. L'établissement du lien de causalité par étapes permet de surmonter la principale difficulté rencontrée par les investisseurs relative à la preuve du lien de causalité. La distinction entre le préjudice et le dommage permet aussi d'identifier le préjudice financier proprement dit et les autres préjudices susceptibles de se produire. En effet, les deux dommages envisagés – décision d'investissement non éclairée et l'augmentation du risque de perte ou diminution de la chance de gain donnent naissance à des préjudices différents. Ainsi, on a pu constater que l'origine du préjudice a une incidence considérable sur l'établissement du lien causal, mais aussi sur son évaluation. Ce qui justifie la distinction entre les deux dommages c'est le moment de la commission de l'acte dommageable : l'acte dommageable peut entraîner une décision d'investissement non éclairée et intervenir donc avant le dommage ou intervenir après la décision de l'investisseur et augmenter le risque de perte ou diminuer la chance de gain de celui-ci.

Seconde Partie

Indemnisation du préjudice financier

733. Si le préjudice financier peut être établi par les règles existantes, quel doit être le régime de son indemnisation ? Nous allons répondre à cette question en envisageant d'abord la possibilité d'adapter les règles relatives à l'étendue du préjudice aussi bien en matière de preuve qu'en matière d'évaluation. Cependant, l'exercice du droit d'indemnisation nécessite la création d'un régime spécifique adapté au préjudice financier.

A partir de ces deux grands axes de recherches, nous adoptons le plan suivant :

Titre I La possibilité d'adapter les règles relatives à l'étendue du préjudice financier ;

Titre II La nécessité de prévoir un régime spécifique adapté à l'exercice du droit d'indemnisation.

Titre Premier

Adaptation possible des règles relatives à l'étendue du préjudice financier

734. L'étendue de la réparation du préjudice dépend d'une part de son évaluation et d'autre part de l'aptitude de la victime à prouver son préjudice. La preuve du préjudice financier et son évaluation constituent les deux obstacles principaux à l'indemnisation intégrale du préjudice de l'investisseur. Ces obstacles peuvent être levés par l'adaptation des règles de preuve et des règles d'évaluation. Nous envisagerons successivement :

Chapitre I L'adaptation possible des règles de preuve ;

Chapitre II L'adaptation possible des règles d'évaluation.

Chapitre Premier

L'adaptation possible des règles de preuve

735. Prenant en compte la difficulté pour l'investisseur de prouver son préjudice, nous allons à présent nous intéresser à la question de savoir comment aménager les règles de preuve existantes afin de faciliter l'établissement du préjudice. À ce titre, on doit se poser deux questions : quels sont les aménagements possibles et comment les justifier. Nous allons essayer de répondre à ces deux questions en envisageant dans une première section les aménagements possibles des règles de preuve (Section 1) et ensuite les fondements possibles de ces aménagements probatoires (Section 2).

Section 1 Les aménagements possibles des règles de preuve

736. L'investisseur qui s'estime victime d'un acte dommageable, doit prouver la faute, son préjudice et le lien de causalité entre la faute et le préjudice. La réparation du préjudice est conditionnée par la possibilité de rapporter la preuve du préjudice et du lien de causalité, sachant que pour la présente étude on considère la faute déjà établie soit par le juge pénal en cas d'un délit boursier, soit par le juge civil ou l'AMF en cas de manquement boursier ou d'inobservation d'une règle professionnelle. L'une des difficultés principales qui empêche à l'heure actuelle l'indemnisation intégrale de l'investisseur est la preuve du lien de causalité entre son préjudice et l'acte dommageable. Dans la présente section on présentera comment les liens causals peuvent être établis. Si le lien causal qui existe entre l'acte dommageable et le dommage peut être présumé (§1), afin d'éviter une présomption du préjudice financier, il faut exiger l'établissement du lien causal entre le dommage et le préjudice. Ce lien causal peut être prouvé en application de la théorie de la causalité adéquate (§2).

§1. La présomption possible du lien causal entre la faute et le dommage

737. L'investisseur qui subit une perte financière n'est pas indemnisé intégralement en raison de la difficulté d'établir le lien entre l'acte dommageable (abus de marché, inobservation des règles de bonne conduite ou professionnelles) et sa décision d'acheter, vendre ou conserver les titres financiers¹⁰¹⁵. Ce lien correspond au lien causal entre la faute et le dommage de prise d'une décision non éclairée. En fait, l'investisseur est confronté à cette preuve lorsque la faute précède la prise de la décision d'investissement - l'investisseur doit démontrer que la faute a déterminé la prise de sa décision d'investissement.

738. La preuve de ce lien causal s'avère assez compliquée car l'investisseur ne dispose qu'exceptionnellement de preuves directes du lien entre la faute et sa décision d'investissement. Il faut alors se poser la question s'il est possible d'établir ce lien causal de manière indirecte. Cette technique n'est pas inconnue du droit (A) et il faut examiner dans quelles situations la preuve indirecte sera possible en matière financière (B).

A/ La possibilité d'une preuve indirecte du lien causal

739. Lorsque les plaideurs ne peuvent pas prouver le fait invoqué par une preuve directe (preuve littérale ou témoignage par exemple), une autre catégorie de preuves, dites indirectes, peut intervenir afin d'établir le fait invoqué. Les preuves indirectes « *reposent sur l'idée de déplacement de l'objet de la preuve et consiste à se servir de faits voisins et connexes pour remonter jusqu'à la preuve du fait litigieux*¹⁰¹⁶ ». L'objet de la preuve indirecte est d'établir un fait en se référant aux circonstances qui l'entourent. Dans cette hypothèse, on retrouve le mécanisme des présomptions¹⁰¹⁷. Après avoir examiné le mécanisme présomptif, on va étudier ses applications en matière de lien de causalité.

¹⁰¹⁵ D. Schmidt, Droit et Patrimoine 2014, n°241, Dossier QUELLES STRATÉGIES FACE AUX ABUS DE MARCHÉ ? RÉPARER, TRANSIGER, SANCTIONNERLE, table ronde

¹⁰¹⁶ R. Decottignies, Les présomptions en droit privé, thèse 1949, Université de Lille, p. 18, citant V. Martin, Principes de droit international privé, 1930-1935

¹⁰¹⁷ *Id.*

1. Examen du mécanisme présomptif

740. Les présomptions sont définies à l'article 1349 du Code civil comme des « *conséquences que la loi ou le magistrat tire d'un fait connu à un fait inconnu* ». Les présomptions permettent ainsi de déplacer l'objet de la preuve¹⁰¹⁸.

741. Notion. D'après le Professeur Brun, les présomptions constituent des instruments au service de la manifestation de la vérité, par une sorte d'emprunt à celle-ci¹⁰¹⁹. Le juge ou la loi tiennent pour « *avéré jusqu'à preuve contraire un fait inconnu que la preuve d'un autre fait voisin ou connexe permet d'induire* »¹⁰²⁰. La présomption apparaît ainsi comme un rapport entre deux faits dont l'un est établi avec certitude alors que l'autre reste inconnu¹⁰²¹. La présomption suppose un double raisonnement logique¹⁰²² afin d'induire et déduire ce qui lui semble la vérité¹⁰²³.

742. Les présomptions du fait de l'homme et les renversements de la charge de la preuve. Les présomptions du fait de l'homme, visées à l'article 1353 du Code civil, constituent un mode de preuve judiciaire et indirecte¹⁰²⁴. L'établissement du fait inconnu sera établi par « *un jugement de probabilité* »¹⁰²⁵ à partir de faits connus. La preuve est dans ce cas l'œuvre du juge¹⁰²⁶. Pour marquer cette idée on dit que la preuve est faite par présomption du fait de l'homme¹⁰²⁷. L'article 1353 du code civil précise que les présomptions « *sont abandonnées aux lumières et à la prudence du magistrat* », il ne doit accepter que « *les présomptions graves, précises et concordantes* ».

743. Les présomptions légales peuvent opérer non seulement un déplacement de l'objet de la preuve, mais renverser le fardeau probatoire¹⁰²⁸. Dans le dernier cas, la loi établit un fait donné comme avéré et il appartient à celui qui le conteste de rapporter la preuve contraire. Le mécanisme de présomption permet de soulager considérablement la tâche probatoire d'un

¹⁰¹⁸ P. Brun, Les présomption dans le droit de la responsabilité civile, thèse, Grenoble, p. 24

¹⁰¹⁹ *Id.* v. p. 22 et 24

¹⁰²⁰ *Ibid.*, p. 24

¹⁰²¹ R. Decottignies, op. cité, p. 9

¹⁰²² Selon Mme Quétand-Finet l'élément constitutif et déterminant du mécanisme présomptif est le lien logique existant entre le fait connu et le fait inconnu, C. Quétand- Finet, Les présomptions en droit privé, thèse Paris 1, IRJS ed., p. 59 et s.

¹⁰²³ R. Decottignies, op. cité, p. 11

¹⁰²⁴ J. Cesaro, Le doute en droit privé, thèse Paris II, p. 363

¹⁰²⁵ *Id.*

¹⁰²⁶ R. Decottignies, op. cité, p. 19

¹⁰²⁷ *Id.*

¹⁰²⁸ F. Terré, Introduction générale au droit, Précis Dalloz, 9^{ème} éd., n°580

plaideur lorsque la preuve directe s'avère particulièrement difficile. Lorsque la présomption porte sur une condition d'application d'un droit substantiel, elle a pour effet d'attribuer le risque de preuve¹⁰²⁹ : le plaideur qui n'arrive pas à rapporter la preuve contraire, perdra son procès.

744. Justifications d'existence d'une présomption. Plusieurs facteurs peuvent justifier l'existence d'une présomption. D'abord, le législateur peut mettre en place une présomption lorsque la preuve directe d'un fait est trop difficile¹⁰³⁰. Ce que le Professeur Brun appelle dans sa thèse, consacrée aux présomptions dans le droit de la responsabilité civile, « *l'aptitude à la preuve* »¹⁰³¹. Autre justification possible c'est l'application simplifiée des textes dans l'hypothèse où le législateur souhaite éviter les disputes sur certains sujets (cf. en matière de chose jugée)¹⁰³².

745. Deux autres justifications des présomptions nous intéressent plus particulièrement car elles sont susceptibles de justifier une présomption en matière de lien de causalité. La première justification est celle de la probabilité¹⁰³³. Ainsi, le fait qui va dans le sens de la plus grande vraisemblance peut être présumé.

746. Cette justification peut être complétée par celle de la « *normalité* »¹⁰³⁴ : le normal étant « *à la fois le plus fréquent, le plus courant, en bref, une moyenne ; et en même temps ce qui devrait être parce que juste, utile, souhaitable, voire nécessaire* »¹⁰³⁵. Le mécanisme présomptif pourrait prendre en compte un « modèle » ou un « standard » qui correspond non seulement à la plus grande vraisemblance, mais aussi à l'équité¹⁰³⁶. D'après le Professeur Dejean de la Bâtie, « *chacun doit supporter, sur le plan même de la charge de la preuve, les suites de son fait illicite* »¹⁰³⁷. Ainsi, celui qui crée une situation dangereuse doit supporter la charge de la preuve et non pas celui qui la subit. La référence à la normalité permet, selon le Professeur Brun, de justifier pleinement les présomptions de causalité¹⁰³⁸ car il s'agit de

¹⁰²⁹ P. Brun, op. cité, p. 24

¹⁰³⁰ F. Terré, op. cité, n° 580

¹⁰³¹ P. Brun, op. cité, p. 383

¹⁰³² Terré, op. cité, n° 580

¹⁰³³ V. P. Brun, op. cité, p.

¹⁰³⁴ F. Llorens-Fraysse, La présomption de faute dans le contentieux administratif de la responsabilité, thèse 1985, p. 48

¹⁰³⁵ *Id.*

¹⁰³⁶ P. Brun, op. cité, p. 385

¹⁰³⁷ N. Dejean de la Bâtie, note sous Cass. 2^{ème} civ. 19 mai 1976, JCP 1978, II, 18773

¹⁰³⁸ P. Brun, op. cité, p. 389

prolonger sur le terrain de la preuve les principes de responsabilité contenus dans la loi¹⁰³⁹. Cependant, la jurisprudence n'a jamais justifié ses positions. On constate seulement l'effet sur le fardeau probatoire : le renversement de la charge de la preuve facilite considérablement la tâche probatoire de la victime.

747. La présomption n'aboutit pas normalement à une conclusion ferme¹⁰⁴⁰, parce qu'elle n'a pas pour but d'établir une vérité scientifique. Selon M. Decottignies, « c'est une simple constatation de *eo quod plerumque fit*¹⁰⁴¹ ». On va constater qu'en droit interne les simples présomptions de l'homme ont été transformées en présomptions obligatoires pour les juges en dehors de toute intervention du législateur.

2. Les applications du mécanisme

748. En droit interne, le mécanisme de présomption est bien connu, mais il n'existe pas de présomptions en matière financière. À la différence, le droit américain, le droit anglais et le droit allemand prévoient des présomptions en cette matière.

a) Droit interne

749. Le régime de la responsabilité du fait des choses, construit par la jurisprudence sur le fondement de l'article 1384, al. 1^{er} du Code civil, repose d'une part sur la dispense de la démonstration d'une faute, la responsabilité étant de plein droit, et sur la présomption du lien causal entre le fait de la chose et le dommage. Les juges présument que la chose constitue l'instrument du dommage lorsque la chose est en mouvement et entre en contact avec le siège du dommage¹⁰⁴². Cette présomption répond à la fois à l'idée de probabilité et de normalité. Si la victime devrait à chaque fois prouver le rôle causal de la chose, le régime général de responsabilité resterait lettre morte¹⁰⁴³. La loi prévoit une présomption de l'origine de la contamination au bénéfice des victimes contaminées par le Sida ou l'hépatite C à la suite d'une

¹⁰³⁹ *Id.*, p. 387 en matière d'accident de la circulation et l'idée d'imputabilité du dommage à l'accident répondant en quelque sorte à la volonté du législateur de faciliter l'indemnisation des victimes des accidents de la circulation en « délestant » des exigences traditionnelles relatives à la causalité.

¹⁰⁴⁰ R. Decottignies, *op. cit.*, p. 19

¹⁰⁴¹ *Id.*, p. 11 « *Praesumptio sumitur ex eo quod plerumque fit* » - La présomption est déduite de ce qui arrive le plus souvent.

¹⁰⁴² V. Cass. Civ 2^{ème}, 13 mars 2003, n° 01-12356 ; Cass. 2^{ème} civ. 13 octobre 1982, n° 81-12996

¹⁰⁴³ P. Brun, *op. cit.*, p. 388

transfusion sanguine qui leur était prescrite¹⁰⁴⁴. Les victimes doivent établir seulement la contamination et la transfusion sanguine. Ce régime a été étendu en 2008 aux contaminations par le virus de l'hépatite C¹⁰⁴⁵.

750. La présomption du lien de causalité semble acceptée par la jurisprudence en présence d'indices permettant de tenir comme probable le lien causal entre la faute et le préjudice. Par exemple la cause et son effet sont rapprochés dans le temps et/ou il n'existe pas d'autres causes susceptibles de causer le préjudice. Avant même l'extension législative du régime réservé aux contaminations avec le virus du Sida, la Cour de cassation a condamné un centre de transfusion sanguine à réparer le préjudice lié à la contamination par le virus de l'hépatite C. Le lien de causalité a été présumé du fait de l'absence d'autres causes de contamination, propres à la victime, et le fait que la contamination a été constatée peu de temps après la transfusion sanguine¹⁰⁴⁶. La vraisemblance du lien causal permet ainsi de décharger la victime de la preuve directe de celui-ci¹⁰⁴⁷. Il appartient dès lors au responsable de prouver que le préjudice ait une autre cause. Concernant la victime, elle doit prouver que les conditions d'application de la présomption sont réunies. La Cour de cassation a reconnu une véritable présomption de droit. Par conséquent, le rôle des juges du fond n'est plus le même - ils n'examinent plus si les présomptions de l'homme sont graves, précises et concordantes, ils doivent juste relever la présence des circonstances permettant l'application de la présomption du lien de causalité¹⁰⁴⁸. Il faut relever que cet allègement de la charge de la preuve a été approuvé par la doctrine¹⁰⁴⁹. Le domaine des présomptions de la causalité a été par la suite élargi. La présomption de la causalité a été accordée aux victimes du distilbène¹⁰⁵⁰. Dans le domaine du sang contaminé, la jurisprudence de la Cour de cassation après avoir recouru à une présomption de l'homme, a reconnu une véritable présomption de droit. Cette jurisprudence a été consacrée par la loi du 4 mars 2002 relative aux droits des malades et à la qualité du système de santé¹⁰⁵¹.

¹⁰⁴⁴ Art. L3122-1 et L3211-2 du Code de la santé publique

¹⁰⁴⁵ Art. L. 1221-14 du Code de la santé publique

¹⁰⁴⁶ Cass. Civ.1^{ère}, 9 mai 2001, D.2001. 2149, rap. P. Sargos.

¹⁰⁴⁷ P. Jourdain, Imputabilité d'une contamination virale à une transfusion sanguine : la preuve par exclusion du lien de causalité érigée en présomption de droit, RTD civ. 2001, p.889

¹⁰⁴⁸ Dans ce sens, article précité

¹⁰⁴⁹ *Id.*

¹⁰⁵⁰ L'exposition au risque de cancer par la prise du médicament pendant la grossesse a été considérée comme une circonstance permettant la présomption du lien de causalité. V. Cass. Civ. 1^{ère}, 24 sept., 2009, note de P. Jourdain, Une nouvelle présomption de causalité, au profit cette fois des victimes de DES ou distilbene, RTD.civ. 2010. 111

¹⁰⁵¹ V. Art. 102 de la loi n° 2002-303 du 4 mars 2002

751. Ces décisions jurisprudentielles ne concernent pas directement le domaine financier. Mais on peut relever que pour la jurisprudence, dans certaines circonstances, la présence d'indices établit le lien causal non pas par une présomption de l'homme mais par une véritable présomption de droit qui lie le juge.

b) Droit comparé

L'étude du droit comparé se limitera à l'examen du droit américain, anglais et allemand.

- *Droit américain*

752. Aux États-Unis deux corps de règles rassurent la protection des investisseurs - Securities Act de 1933 et Securities Exchange Act de 1934¹⁰⁵². Notre étude sera centrée sur les présomptions de causalité édictées par la législation ou adoptées par la jurisprudence.

753. Les Sections 11 et 12 de Securities Act permettent aux acheteurs d'instruments financiers, victimes de préjudice, d'agir en responsabilité contre les vendeurs. La Section 11 « *Civil Liabilities on Account of False Registration Statement* » permet aux investisseurs d'engager une action en responsabilité civile en cas d'informations erronées contenues dans un document soumis à un enregistrement (*registration statement*) devant la Securities and Exchange Commission ou en cas d'omission d'une information qui devrait être contenu dans ledit document. L'information erronée ou l'omission doit concerner une information importante (*material information*), c'est-à-dire qu'il doit s'agir d'une information de telle nature qu'il serait probable qu'un investisseur raisonnable la prenne en compte lors de sa décision d'investir¹⁰⁵³.

754. Les personnes responsables sont les émetteurs, les dirigeants, mais aussi les rédacteurs du document et les auditeurs pour les informations qu'ils ont certifiées. L'action est ouverte aux investisseurs qui ont souscrit directement les titres lors de l'émission, mais aussi aux

¹⁰⁵² Section 17 de Securities Act interdit plusieurs comportements frauduleux. Dans le passé certaines cours d'appel ont reconnu une action en responsabilité au profit des acheteurs à l'instar des Sections 11 et 12, sur le fondement de la section 17. De nos jours l'action en responsabilité fondée sur la Section 17(a) est refusée par la majorité des cours. V. Paul Vizcarrondo Jr. *Liabilities Under the Federal Securities Laws: Sections 11, 12, 15 and 17 of the Securities Act of 1933 and Sections 10, 18 and 20 of the Securities Exchange Act of 1934*, éd. Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, p. 48

¹⁰⁵³ *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976) : a material fact as one to which there is a substantial likelihood that a reasonable investor would attach importance in making a decision because the fact would significantly alter the "total mix" of available information.

investisseurs qui ont acquis les titres sur le marché secondaire à condition de démontrer le lien avec l'offre au public initiale¹⁰⁵⁴.

755. L'investisseur doit démontrer la faute (information erronée ou omission d'un fait important) sans besoin de prouver l'intention du responsable. L'indemnisation du préjudice est facilitée parce que l'investisseur n'a pas besoin de démontrer qu'il a acheté les titres à cause de l'information donnée dans le prospectus ou l'omission d'informations. Ce lien causal (*reliance*) entre la communication de fausses information et la prise de la décision d'achat est présumé. En outre, il n'a pas besoin de prouver que son préjudice résulte de l'information erronée ou de l'omission. Ce lien causal, entre la perte financière et la faute (*loss causation*) est présumé aussi. Cependant, il s'agit d'une présomption simple et le défendeur peut s'exonérer en prouvant que la perte est due à d'autres événements, indépendants des informations contenues dans le prospectus ou l'omission.

756. La Section 12 « *Civil Liabilities Arising in Connection with Prospectuses and Communications* » de Securities Act prévoit deux actions contre le cédant de titres financiers en cas de préjudice subi par l'acquéreur. Une première action permet d'agir en annulation de l'achat en cas d'absence d'enregistrement devant la SEC. La spécificité de cette action en annulation de l'achat c'est qu'elle doit être intentée contre le cédant : l'investisseur doit désigner le cédant des titres. Cette action suppose une relation directe. La deuxième action permet d'agir contre le cédant lorsqu'un prospectus ou une communication orale contiennent des informations erronées ou une omission d'informations importantes.

757. Ces deux actions n'exigent pas la preuve du lien entre la communication de l'information ou l'omission et la décision d'achat de l'investisseur (*reliance*). L'action doit être menée exclusivement contre le cédant. Celui-ci peut se défendre de deux manières. Il peut soit démontrer qu'il ignorait le fait que l'information était erronée et il ne pouvait pas le savoir (*reasonable care*), soit démontrer que la perte n'est pas due à l'information erronée ou à l'omission (*absence of loss causation*).

758. La règle la plus invoquée reste l'article 10b de la Section 10 d'Exchange Act « *Regulation of the Use of Manipulative and Deceptive Devices* ». Il s'agit d'une action pour « *fraude* » qui peut être invoquée cette fois par les acheteurs, mais aussi par les vendeurs. En application de l'article 10b il est interdit pour toute personne d'utiliser ou d'employer,

¹⁰⁵⁴ Robert L. Ortals Jr., Continuation of the Tracing Doctrine: Giving Aftermarket Purchasers Standing under Section 11 of the Securities Act of 1933 - *Lee v. Ernst & (and) Young, LLP, The*, 68 Mo. L. Rev. (2003)

directement ou indirectement, en lien avec l'achat ou la vente de titres cotés ou non, tout dispositif de manipulation ou de tromperie (*manipulative or deceptive device*) en violation des règles que la SEC peut décider de prescrire. Cette interdiction générale concerne tout type d'instrument financier, coté ou non. L'application de cette règle nécessite une implémentation par la SEC. Il y a onze interdictions promulguées par la SEC pour l'application de l'article 10b dont la plus importante est la règle 10b-5. Pour obtenir des dommages et intérêts sur le fondement de l'article 10b-5 l'investisseur doit prouver : une déclaration fausse ou omission d'un fait important (1); l'intention du défendeur (2) ; l'achat ou la vente d'instruments financiers (3); le lien entre la faute et l'opération réalisée (*reliance*) (4) ; le lien entre la faute et la perte financière (*loss causation*) (5).

759. Cette règle constitue la base de la plupart des actions en responsabilité outre-Atlantique et surtout le fondement principal des class actions. La réforme opérée en 1995 (Private Securities Litigation Reform Act - the PSLRA), qui avait pour but de limiter les actions de groupes intempestives, a durci les conditions d'application de cette règle (*height pleading standards*). Depuis cette réforme, le demandeur doit démontrer avec précision l'élément matériel et moral de l'infraction invoquée. D'une part, les investisseurs doivent démontrer quelles allégations contenues dans une déclaration donnée sont fausses ou trompeuses, d'autre part, ils doivent rapporter la preuve de l'intention frauduleuse du/des défendeurs.

760. S'agissant de la preuve de la causalité, la tâche des investisseurs est facilitée. Il a été déjà souligné que la preuve du lien causal qui doit exister entre une fausse déclaration ou l'omission et l'achat ou la vente de titres, est assez difficile à établir. Normalement l'investisseur doit prouver que l'information donnée ou omise a déterminé sa décision d'achat ou de vente. Ce lien causal est présumé depuis l'arrêt fondateur *Basic Incorporated v. Levinson* de 1988¹⁰⁵⁵. La Cour Suprême des États-Unis a institué une présomption de causalité (*reliance*). La présomption est fondée sur la théorie de l'efficience des marchés, selon laquelle toute information financière est reflétée dans le cours du titre¹⁰⁵⁶. Cette présomption est donc conditionnée par l'existence d'un marché efficient. La Cour Suprême a confirmé la présomption de causalité dans sa décision récente *Halliburton*¹⁰⁵⁷.

761. Le deuxième lien causal (*loss causation*) doit être établi par l'investisseur. Il doit démontrer que sa perte financière est causée par la faute c'est-à-dire que l'achat ou la vente

¹⁰⁵⁵ 485 US 224 (1988)

¹⁰⁵⁶ V. *supra* n°811 "fraud on the market theory"

¹⁰⁵⁷ V. *supra* n°818

lui a causé un préjudice. Dans la décision *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo* de 2005¹⁰⁵⁸, la Cour suprême a estimé que l'investisseur ne peut se contenter de prouver qu'il a acquis des titres à prix surévalué sans établir qu'il a subi une perte du fait de la baisse du cours à la suite de la révélation de la fraude. Dans cette décision la Cour Suprême a considéré que l'action légale contre la fraude financière ne serait pas instauré une sorte d'assurance contre les pertes subies sur le marché¹⁰⁵⁹.

762. Enfin, le droit américain prévoit en outre une action expresse en cas de manipulation de marché dans la Section 9 de Securities and Exchange Act. L'investisseur doit prouver d'une part, que le prix a été affecté par la manipulation, et d'autre part, qu'il existe une intention de manipuler le marché. La réparation exige de reconstituer le prix réel afin de pouvoir comparer le prix manipulé et le prix réel.

- *Droit anglais*

763. Lors de la transposition de la Directive Prospectus le législateur anglais a prévu un régime de responsabilité spécial dans l'hypothèse d'une information erronée ou trompeuse contenue dans un prospectus (Section 90 de Financial Services and Markets Act 2000 «*Compensation for false or misleading statements*¹⁰⁶⁰ »). Ce régime spécial coexiste avec une action en responsabilité de droit commun.

764. L'action spéciale en responsabilité peut être exercée en cas d'une acquisition de titres consécutive à la communication d'un prospectus contenant une information fausse ou trompeuse. La personne qui peut agir en responsabilité est celle qui a subi un préjudice résultant soit d'une information fausse, soit de l'omission d'une information importante dans un prospectus. L'application du texte n'exige pas la preuve d'un lien causal entre l'acquisition du titre et l'information contenue dans le prospectus (*reliance*¹⁰⁶¹). Il faut cependant que le

¹⁰⁵⁸ 544 U.S. 336 (2005)

¹⁰⁵⁹ "The securities fraud suit is not an investor's insurance policy against market losses."

¹⁰⁶⁰ "Any person responsible for listing particulars is liable to pay compensation to a person who has—
(a) acquired securities to which the particulars apply; and
(b) suffered loss in respect of them as a result of—

- (i) any untrue or misleading statement in the particulars; or

- (ii) the omission from the particulars of any matter required to be included by section 80 or 81."

¹⁰⁶¹ Davies Review of Issuer Liability - Discussion Paper, March 26, 2007, Liability for misstatements to the market: A discussion paper by Professor Paul Davies QC, spéc. §27 accessible à www.hm-treasury.gov.uk/davies

préjudice résulte de l'information fausse ou omise – il faut établir que l'information fausse ou omise affecte le prix du titre acquis¹⁰⁶².

765. Les acquéreurs protégés sont de premier abord ceux qui acquièrent leurs titres sur le marché primaire. Le terme « *acquires* » n'exclut pas expressément les investisseurs sur le marché secondaire¹⁰⁶³. Il faut noter que cette application n'est pas aussi claire qu'en droit allemand qui prévoit une présomption de lien causal d'une durée déterminée s'agissant des investisseurs sur le marché secondaire.

- *Droit allemand*

766. En droit allemand, les investisseurs peuvent agir en responsabilité sur le fondement de droit commun en cas de diffusion d'informations fausses ou trompeuses. L'investisseur peut agir aussi sur le fondement du paragraphe 826 du BGB pour violation des bonnes mœurs¹⁰⁶⁴. Il est possible d'envisager une action en responsabilité contre les dirigeants en cas de publication intentionnelle de fausses informations sur le fondement du § 826 du BGB, parce que cette publication serait contraire aux bonnes mœurs¹⁰⁶⁵.

767. C'est en matière de prospectus que le droit allemand prévoit un régime spécial et consacre des règles de preuve spéciales. Selon le paragraphe 21, alinéa 1, de la WpPG, il est présumé que l'acquisition des titres après la publication du prospectus et dans les six mois suivant la première admission de ces titres aux négociations sur un marché réglementé (ou six mois après la première offre au public de valeurs mobilières, selon le paragraphe 22, no 1, de la WpPG) a eu lieu à cause du prospectus. Il est ainsi présumé que les informations fausses ou trompeuses contenues dans le prospectus ont provoqué la décision de l'investisseur. Ce lien causal est présumé et l'investisseur n'a pas besoin de le prouver. Ce qui est justifié par le « climat d'investissement » (*Anlagestimmung*) : « la preuve par l'investisseur de sa connaissance du prospectus avant sa prise de décision d'investir n'est plus nécessaire¹⁰⁶⁶ ». La présomption s'applique en cas d'acquisition après une offre au public ou d'admission des

¹⁰⁶² *Id.*

¹⁰⁶³ *Ibid.*

¹⁰⁶⁴ V. K. Deckert, L'action en responsabilité en droit allemand, Dossier QUELLES STRATÉGIES FACE AUX ABUS DE MARCHÉ ? RÉPARER, TRANSIGER, SANCTIONNERLE, Abus de marché : quelles réparations, table ronde, Droit et Patrimoine 2014, n°241.

¹⁰⁶⁵ *Id.*

¹⁰⁶⁶ *Ibid.*

titres aux négociations sur un marché réglementé. En outre, le lien causal est présumé dans un délai de six mois à partir de l'admission des titres aux négociations sur un marché réglementé ou à partir de l'offre au public. L'acheteur sur le second marché bénéficie donc de la présomption s'il acquiert les titres dans les six mois suivant l'offre au public ou l'admission à la négociation.

768. Tous ces exemples en matière financière nous montrent la possibilité d'aménager les règles de preuve et de présumer le lien causal qui doit exister entre la faute et le dommage. La question à laquelle il faut répondre à présent est celle de savoir s'il est possible de présumer le lien causal en matière financière et dans quelles circonstances.

B/ Les « circonstances » permettant d'admettre une présomption du lien causal en matière financière

769. L'état du droit actuel ne permet pas de rechercher le lien causal entre l'acte dommageable et le préjudice. L'application généralisée de la perte de chance présuppose l'existence d'un lien causal entre l'acte dommageable et la seule perte de chance d'effectuer un autre investissement. Cependant, l'application de la perte de chance empêche l'indemnisation de la perte financière. Dans le passé la Cour de cassation a déjà indemnisé intégralement l'investisseur lorsque le lien de causalité pouvait être établi par le recours à des présomptions de l'homme. Il est possible cependant d'aller plus loin et de consacrer une présomption de causalité lorsque les circonstances le permettent.

1. L'application des présomptions de l'homme par la jurisprudence en matière financière

770. Après avoir examiné l'arrêt Eurodirect Marketing, dans lequel les juges ont appliqué une présomption de l'homme afin d'établir le lien causal entre la faute et le préjudice, nous allons observer l'application de cette jurisprudence en pratique.

a) L'arrêt Eurodirect Marketing

771. La Cour de cassation a déjà indemnisé intégralement les investisseurs ayant acquis des titres suite à la diffusion de fausses informations dans les affaires *Eurodirect Marketing*¹⁰⁶⁷ et *Regina Rubens*¹⁰⁶⁸. Si dans l'affaire Regina Rubens la question du lien de causalité n'est pas discutée, dans l'affaire Eurodirect Marketing les juges s'efforcent de l'établir. Dans l'affaire Regina Rubens il est juste constaté que la faute a « *porté atteinte aux intérêts des investisseurs qui, convaincus que les résultats financiers et les perspectives de développement de la société RRSA étaient conformes aux prévisions diffusées au marché, ont conservé ou acquis des actions dont le cours surévalué* ». La question de l'existence du lien causal entre l'atteinte et l'acquisition des titres est en quelque sorte éludée.

772. Dans l'affaire Eurodirect Marketing précitée, le lien causal est établi par le recours à un faisceau d'indices¹⁰⁶⁹. Les juges ont constaté que l'acquisition en cause était beaucoup plus importante par rapport aux opérations antérieures et qu'elle était effectuée juste après la diffusion du communiqué litigieux. En outre, ils ont pris en compte pour lier la diffusion de l'information à l'acquisition des titres le fait que l'actionnaire avait réclamé aux dirigeants de la société la communication de divers documents afin de vérifier l'exactitude des informations publiées. Ces éléments ont permis aux juges de déduire l'intérêt que présentaient ces informations pour l'actionnaire, et d'établir ainsi le lien de causalité entre l'acte dommageable et le préjudice subi par l'investisseur. Selon Mme Magnier les juges ont « *adopté une appréciation souple de la causalité, dont ils n'exigent ni qu'elle soit directe, ni même exclusive pour qu'il y ait réparation*¹⁰⁷⁰ ».

773. Le recours à une présomption de l'homme a permis à la Cour de déterminer le lien causal entre la diffusion des informations fausses et la prise de la décision d'acquisition en l'espèce. Or, ce système est complètement abandonné au profit de la commodité que présente la notion de perte de chance. On peut constater la difficulté d'application de ce système.

¹⁰⁶⁷ Com. 22 nov. 2005, Eurodirect Marketing, Banque et droit, janv.-févr. 2006. 35, chron. H. de Vauplane et J.-J. Daigre ; RTD com. 2006. 445, obs. M. Storck

¹⁰⁶⁸ T corr. Paris, 11e ch., 22 janv. 2007, Regina Rubens., RTDF 2007, n° 2, chron. 123, note B. Garrigues

¹⁰⁶⁹ V. Magnier, Information boursière et préjudice des investisseurs, D. 2008, p. 558

¹⁰⁷⁰ *Id.*

b) Examen des difficultés d'application

774. La recherche d'un faisceau d'indices afin d'établir le lien causal suppose une recherche au cas par cas. Il semble assez difficile de produire des preuves de la connaissance même l'information fausse qui est diffusée (cf. dans l'espèce examinée l'investisseur a demandé des documents aux dirigeants pour vérifier l'exactitude de l'information). On peut avouer que cette demande n'aura pas toujours lieu. En outre, la recherche d'un faisceau d'indices peut avoir pour conséquence des décisions contradictoires¹⁰⁷¹. En effet, c'est le juge qui déduira des circonstances de l'espèce s'il existe des présomptions graves, précises et concordantes.

775. La difficulté de réunir des indices décisifs et le risque des décisions contradictoires nous amènent à se poser la question s'il est possible d'aller plus loin et de consacrer, à l'instar des régimes étrangers existants en matière financière, une présomption du lien causal entre l'acte dommageable et la décision d'investissement.

2. Reconnaissance d'une présomption de causalité

776. Position du problème. Le lien causal doit être établi par l'investisseur. Ce fardeau probatoire est presque insurmontable dans un contexte où il serait difficile de disposer de preuves directes. La preuve du lien de causalité entre l'acte dommageable et la prise de la décision d'investissement, donc le lien entre l'acte dommageable et le dommage, nécessite d'abord une preuve concrète de l'incidence de l'acte dommageable sur la prise de décision. Ainsi, dans l'hypothèse de diffusion de fausses informations l'investisseur doit-il prouver d'abord la connaissance concrète de l'information diffusée et ensuite le fait que cette information a influencé son opération d'achat ou de vente. Dans l'hypothèse d'une information erronée incluse dans un prospectus, l'investisseur doit prouver que c'est exactement cette information qui l'a déterminé à réaliser l'opération.

777. La recherche de l'événement déclencheur de la décision d'investissement. En matière financière, la Cour de cassation évite la recherche du lien causal par l'application d'un autre type de préjudice – la perte de chance. Ce que la jurisprudence a déjà fait en cas d'incertitude sur le lien de causalité¹⁰⁷². Nous avons examiné le fait que la perte de chance est

¹⁰⁷¹ Tel a été le cas en matière médicale notamment où des circonstances comparables ont donné lieu à des décisions différentes, v. *supra* n°774

¹⁰⁷² J. Aubert, E. Savaux J. Flour, Droit civil ; les obligations t.2, Sirey, p. 389

utilisée afin de pallier les incertitudes du lien de causalité. Les exceptions au principe selon lequel la victime doit rapporter la preuve de l'existence du lien de causalité par la présomption de celui-ci en matière médicale¹⁰⁷³ soulève la question s'il est possible de rechercher un moyen de présumer le lien causal dans d'autres matières.

778. En matière financière, le lien causal entre l'acte dommageable et la décision d'investissement ne met pas en cause l'existence d'une certitude scientifique, mais le déclenchement d'un comportement humain. Il faut trouver dans ce cas la cause principale ou la raison d'agir de l'investisseur.

779. Il a été observé que les tribunaux admettent sans difficulté qu'un événement donné peut constituer la cause déclenchante d'un comportement humain¹⁰⁷⁴. Pourquoi ne pas concevoir de rattacher la prise d'une décision d'investissement à un événement donné (diffusion de fausses information, conseil en investissement erroné, information erronée dans un prospectus) ? D'ailleurs, la jurisprudence a déjà rattaché un événement à un autre¹⁰⁷⁵.

780. À notre avis, le lien causal peut être établi par l'examen des probabilités de l'influence d'un acte dommageable sur la prise de la décision d'investissement. Il faut prendre en compte comme modèle d'appréciation une personne normalement raisonnable. L'approche *in abstracto* nous permet d'examiner l'importance des probabilités *en général* et d'éviter un examen au cas par cas. Or, la probabilité est l'une des justifications possibles d'une présomption. Si on justifie une présomption par la probabilité, la charge de la preuve devra incomber à celui qui va à l'encontre de la plus grande vraisemblance¹⁰⁷⁶. Cette justification peut être complétée avec celle de la « normalité ». Cependant, la « normalité » doit être circonscrite à la matière financière : qu'est-ce qu'on peut considérer comme normal et juste en matière financière ?

781. Prise en compte de la variation du cours et de la qualité de l'information. Il faut prendre en compte que le risque de perte et la chance de gain dépendent de la variation de la valeur du produit financier dans lequel l'investissement a été réalisé. L'une des spécificités du contexte financier est justement la variation du cours. En outre, il ne faut pas ignorer que l'information financière joue un rôle important dans la prise d'une décision d'investissement. Elle permet de prendre une décision en pleine connaissance de cause. L'information a selon

¹⁰⁷³ V. *supra* n°750

¹⁰⁷⁴ Le traitement juridique et judiciaire de l'incertitude, Dalloz, p. 184

¹⁰⁷⁵ Crim. 24 nov. 1965, D. 1966.104 La Cour de cassation a rattaché un suicide à un accident antérieur.

¹⁰⁷⁶ P. Brun, *op. cité*

M. Chacornac une fonction prédictive¹⁰⁷⁷. Ces deux spécificités permettent de soutenir que dans deux cas de figure l'acte dommageable a une forte probabilité d'impact sur la décision d'investissement. Il faut envisager d'abord l'impact de la variation du cours sur la prise de la décision d'investissement et ensuite l'impact d'une information donnée sur celle-ci.

a) L'impact de l'acte dommageable sur la variation du cours

782. Lorsque l'acte dommageable a un impact sur le cours d'un instrument financier ou sur la valeur d'un produit financier, il est fort probable que la décision soit influencée. Le cours ou le prix en général est fondamental pour la passation d'une opération. L'opération d'achat à un prix surévalué ou la cession de titres à un prix sous-évalué est directement influencé par l'acte dommageable qui a pour effet d'agir sur le cours. On peut considérer pour un investisseur moyen la valeur d'un titre ou d'un produit est essentiel pour la réalisation d'une opération financière. La seule justification de la probabilité suffit ici pour consacrer une présomption d'un lien de causalité entre l'acte dommageable et la prise de la décision d'investissement. En outre, il est incontestable qu'en cas d'impact de la faute sur le cours, l'opération de l'investisseur est réalisée à une valeur qui ne correspond à la vraie valeur de marché.

783. La présomption nécessite la preuve de l'effet de l'acte dommageable sur le cours et la passation d'une opération au moment de l'influence de l'acte dommageable sur le cours. Dès lors, la présomption ne peut pas s'appliquer si l'opération a été réalisée avant l'acte dommageable ou après la rectification du cours, donc après la révélation de commission de l'acte dommageable. Ainsi, l'investisseur qui acquiert des titres après la révélation de la diffusion d'informations fausses au moment où le cours n'est plus sous influence de cet acte, ne peut pas bénéficier de la présomption. Celui, en revanche, qui a acquis les titres à un cours surévalué après la diffusion de l'information, n'a pas besoin de démontrer qu'il a réalisé son opération à cause de la diffusion de l'information. Du seul fait que le cours a varié à la hausse en raison de l'acte dommageable permet de présumer le lien causal. En fait, l'investisseur achète les titres à un cours surévalué. Or, un investisseur normalement raisonnable acquiert des titres à leur prix réel. En cas de variation du cours, la plus grande probabilité joue en faveur de l'investisseur.

¹⁰⁷⁷ V. G. Chacornac, op. cité

b) L'impact de l'information donnée sur la prise de la décision d'investissement

784. Sans doute les informations financières jouent un rôle fondamental dans la prise de la décision d'investissement. Cependant, parfois la seule probabilité ne peut pas suffire à elle seule pour justifier une présomption de causalité. En effet, il est assez difficile d'apprécier l'influence possible d'une information donnée sur la prise de la décision d'investissement. L'impact d'une information peut varier d'un investisseur à un autre. Ce qui empêche toute appréciation *in abstracto*.

785. La présomption peut être justifiée par d'autres considérations que la probabilité. Par exemple par la volonté de ne pas pénaliser celui qui est exposé à un risque. Cette situation, que nous avons déjà examinée, est celle de la délivrance d'un conseil inadapté à la situation personnelle d'un investisseur. Dans cette hypothèse la décision d'investissement a une seule cause – elle est motivée par le conseil en investissement. A notre avis, le lien causal entre la délivrance du conseil et la prise de la décision est évident. La décision d'investissement est prise parce qu'un prestataire a préconisé une opération donnée dans son conseil.

786. Consécration d'une présomption de droit dans l'hypothèse d'informations erronée ou trompeuse dans un prospectus. Plus délicate est la question lorsque l'acte dommageable est constitué par la fourniture d'informations fausses ou trompeuses. L'impact d'une information donnée peut varier suivant l'investisseur en cause. Par exemple, une information peut être jugée comme importante par un investisseur professionnel et ne pas être prise en compte par un investisseur non professionnel.

787. Même si l'information fausse cause un dommage, il serait assez difficile pour l'investisseur de prouver que l'information erronée a déterminé la prise de la décision d'investissement. Toutes les informations d'un prospectus ne sont pas d'une importance égale, sauf les informations susceptibles d'avoir un certain impact sur la valeur du titre (ex. le prospectus donne des informations fausses sur la valeur des actifs de l'émetteur ou les garanties proposées lors d'une offre au public). Dès lors, l'idée de probabilité n'est pas d'une très grande utilité lorsque l'information n'a pas de lien avec la valeur. Afin de faciliter la preuve du lien causal, nous avons vu que les réglementations étrangères prévoient des présomptions du lien causal. À part le souci de faciliter la preuve, une telle présomption peut être justifiée par l'idée de faire supporter la charge de la preuve par celui qui crée la situation

dommageable, développé par le Professeur Dejean de la Bâtie¹⁰⁷⁸. Ainsi, le droit français peut aussi prévoir une présomption en cas d'informations fausses ou trompeuses dans un prospectus ou DICI. Il va s'agir d'une présomption qui s'appliquera pour une information fausse ou trompeuse sans égard à son impact sur la valeur. Ce type de présomption a déjà été suggéré¹⁰⁷⁹.

788. La présomption doit être simple afin de laisser la possibilité au défendeur d'établir que l'opération est justifiée par d'autres considérations que les informations fournies. Elle devrait être encadrée dans le temps. Comme en droit allemand, il est possible de prévoir un délai pour les investisseurs qui ont acheté les titres au second marché. S'agissant de ceux qui ont acquis ou souscrit les titres après l'offre au public, ils doivent agir dans un délai bien déterminé et qui doit à notre avis assez bref. Il est possible de prévoir un délai maximal d'un an par exemple ou de deux ans maximum.

789. La question d'une présomption en cas de manquement à l'obligation d'information ou de mise en garde. Le manquement à une obligation d'information ou de mise en garde n'est pas susceptible de causer le préjudice financier final, défini comme celui qui naît de la dépréciation des titres. Ces fautes causent un dommage (prise d'une décision non éclairée) aboutissant à un autre préjudice qui peut consister en une impréparation au préjudice final. C'est un préjudice distinct du préjudice financier final. L'investisseur peut cependant invoquer que s'il connaissait l'information ou s'il était mis en garde il n'aurait pas pris la décision d'investissement et il aurait évité toute perte. Face à cette *probatio diabolica*, l'investisseur ne serait pas indemnisé intégralement de ses pertes.

790. Lorsque la faute est insusceptible de causer elle-même le préjudice, peut-on quand même l'imputer à la commission de la faute. Le raisonnement est le même lorsque les juges indemnisent la contamination du sang suite à transfusion sanguine rendue nécessaire à cause d'un accident de la circulation. Un accident de la circulation n'entraîne pas une contamination, mais l'accident joue un rôle dans l'enchaînement des événements. Sans la survenance de l'accident, il n'aurait pas eu besoin d'une transfusion sanguine. La comparaison est peut-être osée, mais pas tellement injustifiée. L'accident et l'absence de mise en garde ne causent pas le préjudice, mais augmentent le risque de survenance. La

¹⁰⁷⁸ V. *supra* n° 746

¹⁰⁷⁹ Didier R. Martin, Responsabilité et marchés financiers - Propos introductifs, Bull. Joly Bourse, 01 mai 2007 n° 3, p. 287. L'auteur vise le système de droit américain et la présomption de lien causal en matière de prospectus en droit allemand.

jurisprudence anglaise a par exemple condamné un médecin qui n'avait pas informé son patient sur l'existence d'un risque minime, lié à une opération, à la totalité du préjudice subi¹⁰⁸⁰. Faute de pouvoir rattacher le préjudice à l'opération, il a été rattaché au manquement l'obligation d'information¹⁰⁸¹. En droit français, le préjudice total n'est pas indemnisé. Le juge indemnise la perte de chance¹⁰⁸² et depuis un revirement de 2010 un préjudice moral. On voit bien que l'imputation à l'acte dommageable reste possible. En droit anglais celle-ci est justifiée par l'augmentation du risque de préjudice¹⁰⁸³. Tout est question de politique juridictionnelle et les deux approches peuvent être justifiées.

791. Incontestablement, les manquements à l'obligation d'information et de mise en garde augmentent le risque de préjudice¹⁰⁸⁴. Cependant, faut-il pour autant consacrer une présomption ? Selon M. Chacornac, cette présomption doit être accordée¹⁰⁸⁵. À notre avis, il ne faut pas aller aussi loin. Déjà, dans les situations les plus graves de manquement à l'obligation d'information ou de mise en garde, il peut s'agir plutôt de l'inexécution de l'obligation de conseil. Or, dans ce cas comme on l'a vu l'exposition au risque justifie l'indemnisation de la totalité de la perte. L'exposition au risque de perte n'est pas identique à celui en matière de conseil lorsqu'il faut prévenir des risques normaux existants sur les marchés financiers ou il faut renseigner l'investisseur sur les caractéristiques du service ou le produit. Il vaut mieux laisser la question de l'appréciation de l'exposition au risque aux juges et ne pas consacrer une présomption.

792. Conclusion. La forte probabilité que la valeur influence la prise de la décision d'investissement justifie la consécration d'une présomption du lien causal entre la faute et le dommage lorsque la faute entraîne une variation du cours. Tel peut être le cas d'une diffusion de fausses informations et de manipulation de cours. Cette variation n'est pas généralement

¹⁰⁸⁰ S. Bakanas, Causalité juridique et imputation: Réflexions sur quelques développements récents en Droit anglais, *Revue Lamy Droit Civil* 2007, n°40, p. 93

¹⁰⁸¹ *Id.*

¹⁰⁸² La jurisprudence française a déjà réparé un patient intégralement même si la faute du médecin consistait en un manquement à l'obligation d'information. Un arrêt de la Chambre des requêtes de la Cour de cassation 28 janvier 1942 (Parcelier c/Teyssier) a distingué la cause matérielle du dommage de la cause génératrice ou cause juridique du préjudice. Même si la faute du médecin n'était pas à l'origine du dommage corporel, la faute de l'information constituait la cause génératrice. V. C. Bergoignan-Esper, P. Sargos, *Les grands arrêts du droit de la santé*, Dalloz, p. 422 et s.

¹⁰⁸³ *Ibid.* citant la décision de la House of Lords *McGhee c/National Coal Board* House of Lords, [1972] 3 All ER 1008

¹⁰⁸⁴ S. Bonfils, *Le droit des obligations dans l'intermédiation financière*, préf. M-A. Frison-Roche, L.G.D.J. 2005, n° 228 et s.

¹⁰⁸⁵ J. Chacornac, *op. cité*

constatée en cas d'opérations d'initié¹⁰⁸⁶. La présomption supposerait la preuve de la variation du cours suite à l'acte dommageable. L'application de la présomption suppose que l'investisseur a réalisé son opération après la constatation de la variation.

793. La sanction de celui qui crée un risque permet de justifier une présomption en cas d'information fausses ou trompeuses fournies dans un prospectus ou DICI. En revanche, la création du risque par le manquement aux obligations générales d'information ou de mise en garde précontractuelles doit être laissée à l'appréciation du juge.

§2. L'établissement du lien causal entre le dommage et le préjudice par l'application de la théorie de la causalité adéquate

794. La distinction entre le dommage et le préjudice permet d'envisager la causalité par étapes. Si le premier lien causal entre l'acte dommageable et le dommage peut être présumé dans certaines circonstances, le deuxième lien causal doit être établi par l'investisseur. Le lien causal entre le dommage et le préjudice permet d'encadrer les préjudices indemnifiables (A). Ce rôle d'encadrement ne peut être assuré qu'en exigeant une causalité rigoureuse (B).

A/ L'exigence de preuve du lien causal entre le dommage et le préjudice afin d'éviter l'indemnisation de préjudices inexistant

795. L'exigence de preuve du lien causal entre le dommage et le préjudice a pour objet d'empêcher une indemnisation sans atteinte réelle à la situation de l'investisseur. Ce lien causal doit exister aussi bien lorsque le dommage est constitué par la prise d'une décision non éclairée que lorsqu'il s'agit de l'augmentation du risque de perte ou la diminution de la chance de gain. Le but est d'éviter d'indemniser un préjudice qui n'est pas subi réellement.

1. Examen des hypothèses dans lesquelles le lien causal ne peut pas être établi en raison de la conservation des titres par l'investisseur

796. Dans le premier cas de figure, lorsque le dommage subi est celui de la prise d'une décision non éclairée, il faut vérifier que c'est la prise de la décision qui entraîne le préjudice.

¹⁰⁸⁶ V. *supra* n°671

Dans l'hypothèse, par exemple, de la diffusion de fausses informations ou de manipulation de cours, il faut que le préjudice résulte de la décision d'acheter ou vendre des titres à un cours respectivement surévalué ou sous-évalué artificiellement. Dans ce cas de figure, afin de savoir si le lien de causalité peut être établi il faudra distinguer plusieurs hypothèses.

797. Dans une première hypothèse, l'investisseur a acheté les titres à un cours surévalué et les a vendus après la rectification de l'information ou la révélation de la manipulation. Par hypothèse la révélation du caractère faux de l'information et la révélation de la manipulation ont pour effet une réévaluation du cours à la baisse. Par conséquent, si au moment de la revente le cours a baissé, l'investisseur subira une moins-value. Son préjudice résulte bien de la décision d'acheter des titres surévalués (elle-même entraînée par l'acte dommageable). En d'autres termes, c'est bien parce que les titres ont été achetés à un cours surévalué que l'investisseur a dû les céder à perte.

798. La deuxième hypothèse qu'il faut envisager est celle dans laquelle l'investisseur a vendu à un cours sous-évalué suite à la diffusion d'une information fausse négative, mais il n'existe pas de moins-value. Il est même possible de réaliser un gain de point de vue fiscal car la plus-value s'apprécie à la différence entre la valeur de l'acquisition du titre et celle au moment de la cession. Or, même si le prix est plus bas que sa vraie valeur à cause d'une manipulation, il est tout à fait possible que cette valeur soit supérieure à celle de la valeur d'acquisition. Fiscalement, il n'existe pas de moins-value. Financièrement, l'investisseur peut prétendre qu'il a cédé ses titres à un prix manipulé. Il s'agit d'un manque à gagner correspondant à la différence entre le prix de cession et le prix manipulé. Ce préjudice résulte bien de la décision de céder les titres. Par conséquent, le lien causal entre la décision d'investissement (la cession) et le préjudice (le manque à gagner) est établi.

Dans deux autres situations l'exigence d'un lien causal entre le dommage et le préjudice empêche d'indemniser l'investisseur.

799. D'abord, l'investisseur ne peut pas prétendre à une indemnisation lorsqu'il a acquis les titres au cours surévalué, mais il les a cédés peu de temps après à un cours encore sous influence de la manipulation. Dans cette hypothèse, il a subi un dommage certain. Néanmoins, il n'existe pas de préjudice réel car au moment de la cession l'investisseur ne subit pas de moins-value.

800. La seconde hypothèse, plus délicate, est celle dans laquelle l'investisseur a acquis à un cours surévalué, mais il n'a pas cédé les titres après la rectification de l'information ou la révélation de la manipulation. L'investisseur dispose dans son patrimoine de titres qu'il n'aurait pas acquis probablement en l'absence de la manipulation ou il n'aurait pas acquis aux mêmes conditions. Dans l'affaire *Eurodirect Marketing*, déjà citée, les juges ont refusé d'indemniser le préjudice des investisseurs, qui avaient conservé leurs titres même après la rectification de l'information. Selon les juges, la conservation des titres montrait « *que ces décisions d'achat [des titres Eurodirect Marketing] n'étaient pas strictement liées aux informations litigieuses, et que cet actionnaire conservait une certaine confiance dans cette société* ». L'absence d'indemnisation est justifiée par l'absence même d'un *dommage certain*. Or, l'absence de dommage ne peut pas bien évidemment donner lieu à un préjudice. En l'espèce, les juges ont relevé que la décision même des investisseurs n'a pas été motivée par la diffusion de l'information litigieuse. Sur ce point, on peut qu'approuver l'analyse des juges. Ayant écarté l'influence des informations sur la décision d'investissement, ils refusent d'indemniser un préjudice car il n'existe pas de dommage. Le refus d'indemniser les investisseurs ayant conservé les titres est plus marqué dans l'arrêt Générale de Fonderie¹⁰⁸⁷.

801. Il est possible de considérer cependant qu'en présence d'un dommage certain, c'est-à-dire lorsque l'investisseur a pris une décision d'investissement non éclairée, le préjudice peut être constitué par la présence du seul risque créé par l'acquisition de titres à un prix surévalué. Nous avons déjà eu l'occasion d'examiner les situations dans lesquelles la jurisprudence prend en compte le risque créé par l'acte dommageable. Les juges acceptent d'indemniser la seule crainte de la réalisation du risque¹⁰⁸⁸. Lorsqu'il s'agit d'un risque de préjudice patrimonial, la jurisprudence indemnise les frais déjà engagés par la victime pour prévenir la réalisation du risque. Le préjudice redouté n'est jamais indemnisé en intégralité faute d'être subi réellement. Si on revient à notre hypothèse où l'investisseur achète à un prix surévalué, on constate qu'il subit un dommage qui ne donne pas lieu cependant à un préjudice financier. Il pourrait pourtant être indemnisé si on prend en compte la situation de risque créée par l'achat de titres à un cours surévalué.

802. Ce préjudice se situe en amont et ne peut être calculé par rapport à un préjudice hypothétique qui n'est pas encore subi. D'ailleurs, au moment où l'investisseur décidera de

¹⁰⁸⁷ Cour d'appel de Paris, Ch. 9, sect. A, 15 Janvier 1992, n° JurisData 1992-020282, confirmé en cassation Cass. Com., 15 mars 1993, n° 92-82263

¹⁰⁸⁸ V. *supra* n° 149, n° 151

céder les titres, le cours pourrait augmenter et être supérieur à celui au moment de l'achat. Cependant, l'investisseur a acquis des titres à cours surévalué. Ce qui crée une situation de risque : celle d'avoir dans son patrimoine de titres surévalués et de les céder à perte. Il serait possible d'indemniser le préjudice créé par la situation de risque d'avoir dans son patrimoine des titres dont la valeur est surévaluée. Dans cette hypothèse, l'excédent de prix payé pour les titres peut servir de base de calcul du préjudice subi par l'investisseur.

803. Enfin, il faut aussi envisager la situation de l'investisseur qui avait acquis les titres bien avant la diffusion de l'information et qui conserve ses titres après la diffusion de fausses informations *positives* et même après la révélation du caractère faux de cette information. Dans ce cas de figure l'investisseur n'a pas pu prendre une décision d'investissement qui aurait empêché d'avoir dans son patrimoine des titres dont la valeur suit une tendance baissière. Pour celui qui détient déjà des titres, la communication de fausses informations positives ne permet pas d'éviter une perte éventuelle. Cependant, en l'absence de cession des titres, il est impossible de constater une moins-value. En outre, il n'est pas possible de savoir si en l'absence de l'acte dommageable l'investisseur aurait décidé de céder ses titres. Dans la décision *Regina Rubens*¹⁰⁸⁹ les juges ont pris en compte le préjudice des investisseurs qui ont acquis les titres après l'acte dommageable et qui les ont conservés, et le préjudice des investisseurs qui détenaient déjà les titres au moment de la diffusion des informations et qui les ont conservés après. Ces préjudices ne sont pas indemnisés de la même manière. Le préjudice des investisseurs, ayant acheté leurs actions avant la publication de la fausse information et qui les avaient conservés, a été calculé à la moitié du prix d'acquisition, alors que ceux qui avaient investi après la diffusion des informations « *en plein cœur des fraudes* » ont été indemnisés de la différence entre le prix d'achat et la valeur de l'action après la publication des informations financières exactes. La situation des investisseurs qui possédaient déjà les titres est sensiblement différente de celle des investisseurs qui ont acquis des titres à un cours surévalué. Ces investisseurs ont une certaine confiance dans l'émetteur et ne subissent pas réellement de préjudice. Il est possible de considérer que l'investisseur subit un préjudice lorsque l'information qui devrait être communiquée à la place de l'information fausse diffuse avait un tel caractère que l'investisseur aurait cédé ses titres. Dans ce dernier cas, il y a un manque de l'opportunité de prendre une décision d'investissement éclairée à cause de l'acte dommageable.

¹⁰⁸⁹ T corr. Paris, 11e ch., 22 janv. 2007, *Regina Rubens*, note de B. Garrigues, RTDF 2007, n° 2, chron. 123 ; Cour d'appel de Paris, Chambre 1, section H, 30 Mai 2006, n° 2005/21197, n° JurisData : 2006-312870

2. Examen des hypothèses dans lesquelles le lien causal ne peut pas être établi en raison d'événements extérieurs

804. L'inexistence du lien de cause à effet entre le dommage et le préjudice peut résulter d'événements extérieurs à la volonté du responsable. Il est possible que la baisse de la valeur d'un titre puisse résulter de causes multiples. D'une part, la baisse peut être due à la révélation de l'acte dommageable (manipulation de cours, diffusion de fausses informations, abus de biens sociaux etc.). Dans ce cas la faute joue le rôle fondamental dans la variation. D'autre part, la baisse peut intervenir à cause du contexte économique. Si le responsable considère que la baisse du cours ne résulte pas uniquement de sa faute, mais des conditions du marché, par exemple à cause d'une baisse touchant tout le secteur économique ou d'une crise financière imprévisible, il lui incombera de prouver l'origine de cette baisse du cours, ne relevant pas de sa responsabilité. Normalement, si la baisse du cours provient essentiellement d'une cause extérieure, l'auteur de la faute doit être exonéré. Dans ce cas de figure, même sans la faute, le préjudice se serait produit. Cependant, lorsque l'événement extérieur, ayant les caractères d'une force majeure¹⁰⁹⁰, intervient après la faute et le préjudice pourrait être évité en son absence, l'auteur de la faute doit une indemnisation intégrale¹⁰⁹¹. Ainsi, un mauvais conseil doit-il donner lieu à une indemnisation intégrale, car celui-ci ne doit pas avoir lieu. Dans cette hypothèse, même si la baisse de la valeur n'est pas imputable au conseiller, sans sa faute le préjudice aurait été évité.

805. La Cour de cassation avait atténué la responsabilité dans un arrêt du 19 juin 1951 dit Lamoricière et avait décidé qu'une causalité partielle donnait lieu à une responsabilité partielle¹⁰⁹². Cependant, cette jurisprudence est aujourd'hui abandonnée. La causalité n'est pas toujours en faveur des victimes. Cette notion a un *rôle ambivalent*¹⁰⁹³ parce qu'elle fait partie des conditions de la responsabilité, mais peut constituer aussi une cause d'exonération. L'absence de lien de causalité exonère l'auteur de la faute de sa responsabilité. Or, en matière financière il vaut mieux avoir une approche plus rigoureuse.

¹⁰⁹⁰ Imprévisible, irrésistible, extérieur, v. Cass. Soc. 16 mai 2012, n° 10-17726, Publié au bulletin

¹⁰⁹¹ V. A. Bénabent, Droit civil. Les obligations, Montchrestien, 11^{ème} éd., p. 399, n° 562 citant Cass. Civ. 2^{ème}, 18 mars 1998, Publié au bulletin

¹⁰⁹² *Id.* p. 400

¹⁰⁹³ B. Starck, H. Roland, L. Boyer, Droit civil: Les obligations. Contrat, Litec, 5ème éd., n° 1059

B/ Le choix d'une causalité plus rigoureuse

806. La doctrine française considère la question du lien de causalité comme l'un des problèmes les plus obscurs posés par la responsabilité civile¹⁰⁹⁴. La causalité n'est pas définie dans le Code civil et la jurisprudence n'a jamais donné une définition. Les juges adoptent, selon certains, une attitude purement empirique¹⁰⁹⁵. L'exigence d'un lien causal permet d'éviter une indemnisation des préjudices indirects. Deux systèmes différents permettent de répondre à la question de savoir si l'existence du dommage est la cause du préjudice¹⁰⁹⁶ : le système de l'équivalence des conditions et le système de la cause adéquate. Suivant la théorie de l'équivalence des conditions, toutes les causes du préjudice sont considérées comme équivalentes en ce qui concerne la production du celui-ci¹⁰⁹⁷. Il suffit que le préjudice puisse être rattaché par un lien quelconque à la faute pour que son auteur soit déclaré responsable¹⁰⁹⁸. Le système de la cause adéquate distingue parmi les causes du préjudice celles sans lesquelles il ne serait pas produit. L'auteur de la faute est responsable si la faute constitue la « *cause générique*¹⁰⁹⁹ » du préjudice.

807. Une meilleure prévisibilité commanderait de prendre en compte uniquement la cause susceptible de causer le dommage suivant le cours normal des événements et pas n'importe quelle cause ayant un lien même minime dans la production du dommage. La théorie de l'équivalence des conditions, n'offre aucune prévisibilité¹¹⁰⁰ alors que la théorie de la cause adéquate permettrait d'éviter les débordements¹¹⁰¹. Afin d'offrir une meilleure sécurité, il vaut mieux prendre en compte, pour l'appréciation de la causalité, la cause génératrice du dommage. C'est le choix opéré dans le projet de réforme du droit des obligations Terré. L'article 10 du projet prévoit que « *constitue la cause du dommage tout fait propre à le produire selon le cours ordinaire des choses et sans lequel il ne serait pas advenu* ». Le projet prend en compte le deuxième lien causal, celui entre le dommage et le préjudice dans le deuxième alinéa en limitant l'indemnisation aux seules « *suites immédiates et directes*¹¹⁰² ». Même si dans l'esprit des rédacteurs, cet alinéa ne fait pas un double emploi avec la définition

¹⁰⁹⁴ *Id.*, n° 1066

¹⁰⁹⁵ J. Flour, J-L. Aubert, E. Savaux, Droit civil : les obligations, Le rapport d'obligation Tome 3, Sirey, n°376, p. 419

¹⁰⁹⁶ V. F. Terré, P. Simler, Y. Lequette, op. cité, n° 567

¹⁰⁹⁷ *Id.*

¹⁰⁹⁸ *Ibid.*

¹⁰⁹⁹ *Ibid.*

¹¹⁰⁰ J-S. Borghetti, De la causalité in Pour une réforme du droit de la responsabilité civile, sous la dir. de F. Terré

¹¹⁰¹ *Id.*

¹¹⁰² *Ibid.* « *Celui qui a causé le dommage ne répond que de ses suites immédiates et directes* ».

de la causalité¹¹⁰³, il semble qu'il ne fasse qu'un rappel de l'exigence du caractère direct de la causalité. L'avant projet de loi de 2016 sur la responsabilité civile prévoit que le préjudice réparable est celui « *résultant d'un dommage et consistant en la lésion d'un intérêt licite, patrimonial ou extrapatrimonial, individuel ou collectif*¹¹⁰⁴ ». Le fait que le préjudice résulte du dommage montre l'existence d'un lien causal entre le dommage et le préjudice. En effet, le préjudice ne sera pas une suite du dommage en l'absence d'un lien de causalité entre les deux.

808. À notre avis, en matière financière, ce lien causal doit être examiné plus rigoureusement. Il faut éviter d'indemniser un préjudice qui n'est causé par le dommage. On peut rappeler que ce n'est pas parce que la faute cause un dommage qu'un préjudice financier est nécessairement subi. Le système de la causalité adéquate permettra ainsi d'éviter l'indemnisation des préjudices qui ne présentent pas un caractère direct avec le dommage. Par exemple, un conflit d'intérêts non géré augmente les risques de perte ou diminue les chances de gain. Il n'est pas sûr que ce dommage donnerait lieu à un préjudice financier né de la dépréciation de la valeur des titres. Un autre exemple peut être donné afin d'illustrer l'absence de lien direct entre le dommage et le préjudice. Si un conseiller en investissement conseille uniquement l'acquisition de titres d'émetteurs du groupe dont il fait partie, c'est-à-dire de sociétés du même groupe financier que lui, il ne sera pas responsable si la dépréciation de la valeur des titres résulte d'une crise économique et on constate la même tendance baissière dans tout le secteur. Même si le conseiller avait conseillé des titres d'autres émetteurs, le préjudice se serait produit. Ce lien causal ne présente pas de spécificités particulières, c'est la raison pour laquelle il est possible d'appliquer une théorie déjà bien connue. Si le premier lien causal peut être présumé, afin d'assurer un certain équilibre des intérêts en présence, il vaut mieux apprécier plus rigoureusement le lien causal entre le dommage et le préjudice.

Section 2 Les fondements possibles des aménagements probatoires

809. Les aménagements probatoires déjà examinés concernent essentiellement la preuve du lien causal qui doit exister entre l'acte dommageable et le dommage. Si le lien causal entre le

¹¹⁰³ Ibid.

¹¹⁰⁴ Art. 1235 de l'avant-projet de loi

dommage et le préjudice devait être établi par l'investisseur, celui entre la faute et le dommage pourrait être présumé. Cette présomption interviendra lorsque le dommage est constitué par une décision non éclairée. Lorsque le dommage intervient après la prise de la décision d'investissement, l'investisseur doit juste prouver le lien entre le dommage et le préjudice, le premier lien est constaté en même temps que la commission de la faute. Or, le lien entre le dommage et le préjudice doit être toujours prouvé par l'investisseur.

810. Lorsqu'on évoque l'aménagement probatoire pour l'établissement du lien causal entre le dommage et la faute, l'étude du droit américain est incontournable. Nous avons déjà mentionné la présomption du *reliance* qui a été appliquée par la jurisprudence américaine afin de faciliter la preuve du lien entre la fraude financière et la décision d'achat ou de vente d'instruments financiers. Cette présomption est basée sur ce que l'on appelle la « *fraud on the market theory* ». Cette théorie constitue l'un des fondements possibles de l'aménagement de la preuve du lien causal entre la faute et la décision d'investissement (§1). La doctrine française a invoqué un autre fondement possible fondé sur le concept d'investisseur raisonnable (§2).

§1. La théorie américaine « fraud on the market theory »

811. L'arrêt fondateur qui applique pour la première fois la théorie de fraude sur le marché financier *Basic v. Levinson* a créé un avantage considérable pour les investisseurs victimes de délits boursiers aux États-Unis . Cet arrêt est basé sur une théorie économique – la théorie de l'efficience des marchés. Celle-ci est de plus en plus critiquée de nos jours. L'étude de l'arrêt *Basic v. Levinson* (A) doit donc être suivie de l'examen des critiques de son fondement économique (B).

A/ L'arrêt fondateur *Basic v. Levinson*¹¹⁰⁵

812. Dans cette affaire des anciens actionnaires de la société Basic ont invoqué le fait qu'ils avaient cédé leurs actions à un cours artificiellement bas à cause des informations diffusées par la société. Celle-ci était entrée en négociation pour une future fusion avec une autre société. Sans être obligée légalement de faire une annonce concernant le projet de fusion car

¹¹⁰⁵ 485 U.S. 224 (1988)

les négociations n'étaient pas très avancées, la société Basic a trois fois nié publiquement toute entrée en négociations. Au moment où la fusion a été réalisée, le cours de Basic a été évalué à 46 dollars. Or, au moment où les actionnaires ont cédé leurs actions, celui-ci était largement inférieur. La cour d'appel avait appliqué la *fraud on the market theory* à l'instar d'autres juridictions. La Cour Suprême des États-Unis devait alors statuer sur l'application de cette théorie lorsqu'une action était formée sur le fondement de l'article 10b-5 de Securities Exchange Act. La Cour Suprême a décidé que les investisseurs qui agissent sur un marché financier peuvent se fier à l'intégrité dudit marché et n'ont pas besoin de prouver qu'ils ont pris leurs décisions de cession en raison de l'information diffusée. Dans cette décision la Cour Suprême applique pour la première fois la théorie et dispense les investisseurs de la preuve d'un lien causal entre la « fraude » invoquée et la réalisation de l'opération financière dommageable (*reliance*).

813. La Cour Suprême prend en compte le contexte dans lequel la manipulation a été réalisée. La Cour constate que les opérations financières diffèrent des contrats de droit commun et dès lors la causalité ne peut pas être appréciée d'une manière identique qu'une fraude de droit commun¹¹⁰⁶. Dans une relation contractuelle directe l'un des contractants apprécie le prix en fonction des informations fournies par l'autre. Alors que dans une opération financière le marché financier agit comme un agent intermédiaire pour les investisseurs, en délivrant toutes les informations nécessaires et définissant la valeur des titres cotés¹¹⁰⁷.

814. La consécration de la présomption fondée sur la *fraud on the market theory* permet d'éviter de rechercher une preuve directe du lien causal. Selon la Cour Suprême cette recherche s'avère irréaliste dans le contexte d'une opération réalisée sur un marché financier. La Cour accepte de recourir à une présomption car les investisseurs peuvent faire confiance à l'intégrité des marchés financiers. D'une part, le Congrès américain avait déjà pris en compte que les choix d'investissement sur les marchés financiers se font en fonction des prix de cotation. D'autre part, la Cour considère que la présomption est justifiée par la plus forte probabilité que les investisseurs comptent sur l'intégrité du marché et que le prix reflète le plus justement la vraie valeur du titre. La Cour s'est basée sur les études économiques et notamment la théorie de l'efficience des marchés qui confirment cette analyse.

¹¹⁰⁶ 485 U.S. 224 (1988), n°244

¹¹⁰⁷ Id. La Cour reprend les motifs d'une autre décision LTV Securities Litigation, 88 F. R. D. 134, 143 (ND Tex. 1980) : "*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.*"

815. La théorie de l'efficience des marchés a été développée par le Professeur Fama¹¹⁰⁸. Il distingue trois degrés de l'efficience – forte, semi-forte et faible en fonction de l'intégration de l'information dans la formation des cours des instruments. Si l'efficience est forte, chaque information est intégrée dans le prix peu importe si l'information est connue du public ou non. Sous sa forme semi-forte, le marché n'intègre que les informations qui sont publiques. Enfin, si l'efficience est faible le prix reflètera seulement les informations anciennes relatives à un instrument en particulier. Le professeur Fama crée le concept *Efficient Capital Market Hypothesis* selon lequel à chaque moment donné les informations disponibles sont intégrées dans les prix du marché, les nouvelles informations quant à elles sont intégrées après leur révélation. Dans ces conditions les investisseurs peuvent se fier aux prix du marché.

816. Ce concept marque l'importance des obligations de divulgations et de transparence. La théorie de l'efficience des marchés repose sur la rationalité des comportements des investisseurs et explique deux relations importantes :

- La relation nouvelle information – impact sur le prix
- La relation information – décision prise par l'investisseur.

D'après cette théorie, une information fausse est intégrée par le marché et elle a nécessairement une influence sur le cours d'un titre. L'investisseur qui réalise une opération sur un marché efficient suite à une manipulation n'a pas besoin de démontrer le lien entre la manipulation elle-même et son opération dès lors qu'il a fondé son opération sur l'intégrité du marché. Selon certains auteurs, l'arrêt *Basic v. Levinson* repose sur deux présomptions : on présume que l'investisseur prend sa décision en fonction du cours d'un titre et que ce cours, en l'absence d'une manipulation, reflète la vraie valeur du titre¹¹⁰⁹.

817. La présomption créée dans *Basic v. Levinson* n'a pas juste amélioré la situation des investisseurs par rapport à la preuve, elle a aussi permis le développement des actions de groupe. En vertu des règles de procédure de droit américain, pour former une action de groupe il faut que les questions juridiques communes au groupe des plaignants soient supérieures des questions particulières concernant chaque membre du groupe¹¹¹⁰. Or, si les juges doivent rechercher pour chaque investisseur si concrètement la manipulation en cause a provoqué sa

¹¹⁰⁸ E.F. Fama, *Efficient Capital Markets : A Review of a Theory and Empirical Work*, 1970, 25 J Fin 383

¹¹⁰⁹ E. Avgouleas, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A Legal and Economic Analysis*, 2005, Oxford, p. 484

¹¹¹⁰ Fed. Rule Civ. Proc. 23(b)(3) : “A class action may be maintained if Rule 23(a) is satisfied and if [...] the court finds that the questions of law or fact common to class members predominate over any questions affecting only individual members”.

décision d'achat ou de vente, le lien de causalité doit être considéré comme une question particulière propre à chaque investisseur et dès lors l'action de groupe ne pourra pas être exercée. La présomption du lien causal permet ainsi aux investisseurs de former une *class action* en cas de délit financier.

818. La Cour Suprême a récemment confirmé la présomption dans une décision du 23 juin 2014 *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc*¹¹¹¹. Les défendeurs ont invoqué que la présomption n'est pas justifiée du fait que toute information n'est pas toujours intégrée dans le cours ou du moins pas immédiatement. La Cour Suprême a eu l'occasion de confirmer l'existence de la présomption du lien causal entre l'acte dommageable et l'achat ou la vente d'un titre. Cependant, compte tenu que la présomption est simple et connaît de preuve contraire, les défendeurs peuvent prouver avant l'autorisation de l'action de groupe (*class certification*) que la faute en cause n'a pas eu d'impact sur le cours du titre.

819. Malgré la possibilité d'indemniser plus facilement les investisseurs, le fondement de la théorie qui a donné naissance à la présomption est de plus en plus critiqué.

B/ Examen des critiques de la théorie de l'efficience des marchés

820. Dans la décision *Basic* les juges O'Connor et White ont émis des avis dissidents¹¹¹² dans lesquels ils émettent des réserves sur la capacité des juristes à adopter des données économiques dans leur raisonnement. Les plus grandes critiques sont cependant formulées par les économistes.

821. La théorie de l'efficience des marchés, édifiée pendant 30 ans, subit actuellement plusieurs critiques. Plusieurs études récentes montrent que les informations délivrées n'ont pas un effet considérable sur le cours de bourse. En outre, le comportement de certains investisseurs, considérés comme irrationnels, n'est pas guidé par les informations marché ou les analyses financières¹¹¹³. Enfin, il a été soutenu que la présomption fondée sur l'intégrité du marché et la croyance des investisseurs dans les prix empêcherait la recherche individuelle de nouvelles informations. Par conséquent, le marché deviendrait moins efficient tout en

¹¹¹¹ Slip op., No. 13-317 (Jun. 23, 2014)

¹¹¹² 485 U.S. 224 (1988), n°254

¹¹¹³ Fraud on the Market Meets Behavioral Finance , Dunbar, Frederick C.; Dunbar, Frederick C., Delaware Journal of Corporate Law, Issue 2 – 2006, p. 455

observant que les investisseurs ont un intérêt à investir dans l'analyse du marché afin de tirer un profit en prévoyant la variation des cours¹¹¹⁴.

822. Selon d'autres, la présomption empêcherait les émetteurs de diffuser des informations par crainte d'actions en responsabilité¹¹¹⁵. Cet argument est contrebalancé néanmoins par la réglementation qui interdit des actions en responsabilité contre les émetteurs en cas d'informations sur les prévisions futures (*cf. Bespeak Caution Doctrine*¹¹¹⁶).

823. Il faut noter que la présomption ne peut pas être invoquée que si le marché en cause est efficient. L'efficience doit être prouvée le plus souvent par expertise financière. Elle n'est pas toujours facile à démontrer¹¹¹⁷. Si le marché n'est pas considéré comme efficient, l'investisseur ne peut pas bénéficier de la présomption et doit démontrer dès lors le lien causal entre la faute et l'opération qu'il a réalisé.

824. La doctrine américaine a aussi critiqué les conditions d'application de la présomption. L'application de la présomption suppose la démonstration de la faute et la réalisation d'une opération sur un marché efficient entre la date de la manipulation et la date à laquelle elle a été publiquement révélée. Selon certains auteurs, la jurisprudence a confondu le lien entre l'efficience des marchés et la formation du cours et le lien entre la diffusion d'une information et son intégration immédiate dans le cours du titre concerné par l'information¹¹¹⁸. Dès lors, la question que les juges doivent se poser ne doit pas être si le marché est efficient, mais si la manipulation a eu un impact effectif sur le cours du titre¹¹¹⁹.

825. La Cour Suprême a eu l'occasion de répondre à cette critique car elle a été invoquée par le défendeur dans l'arrêt *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.* La Cour considère que la présomption consacrée dans la décision *Basic* est un dispositif juridique. La Cour s'est fondée d'une part, sur le fait que le cours reflète toutes les informations diffusées sur des marchés développés et d'autre part, que les décisions des investisseurs reposent sur l'intégrité des marchés financiers. La Cour ne s'efforce pas de déterminer si l'information a été intégrée immédiatement et à quelle vitesse par le marché, même si elle connaît l'existence des théories

¹¹¹⁴ Fischel, Use of Modern Finance Theory,

¹¹¹⁵ J.R. Macey, The Fraud on the Market Theory : some Preliminary Issues, 1989, 74 Corn. LR 923, 924

¹¹¹⁶ V. *supra* n°569

¹¹¹⁷ V. E. Avgouleas, op. cite, p. 484

¹¹¹⁸ Macey, Jonathan R.; Miller, Geoffrey P.; Mitchell, Mark L.; and Netter, Jeffrey M., "Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson" (1991). Faculty Scholarship Series. Paper 1639., p. 1021

¹¹¹⁹ Macey, Jonathan R. and Miller, Geoffrey P., "Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud on the Market Theory" (1990). Faculty Scholarship Series. Paper 1721. P. 1085-1086

économiques sur le sujet. Elle conclut que cette question ne fait pas partie du débat juridique et n'est pas une condition d'application de la présomption¹¹²⁰.

826. La nécessité d'établir un marché efficient est le principal inconvénient de la théorie américaine. En France, le droit commun actuel ne permet pas une indemnisation intégrale du préjudice financier sauf à rapporter une preuve quasi impossible du lien entre l'acte dommageable et la prise de la décision d'investissement. À notre avis cette difficulté ne doit pas être remplacée par un autre fardeau probatoire problématique – la preuve d'un marché efficient. La difficulté de la preuve s'accompagnerait, en outre, de coûts supplémentaires car l'établissement du marché efficient nécessiterait le plus souvent l'intervention d'un expert. Pour ces raisons, l'introduction en droit français de la théorie américaine ne semble pas judicieuse. **827.** La *fraud on the market theory* est justifiée par la plus grande probabilité. Mais cette justification susceptible de légitimer une présomption peut trouver une autre justification en matière financière dans le concept d'investisseur raisonnable.

§2. Le concept de l'investisseur raisonnable

828. La présomption du lien causal entre l'acte dommageable et le dommage permettrait de tenir comme établi le déclenchement d'une décision d'investissement chez l'investisseur. Le concept d'investisseur raisonnable, qu'il faut essayer de définir (B) permet de se référer à un modèle de comportement (A).

A/ Un modèle de prise de décision d'investissement

829. La réglementation financière a pour objet d'assurer une meilleure transparence des marchés. Plusieurs textes d'origine essentiellement communautaire permettent d'améliorer la transparence et d'assurer l'intégrité des marchés financiers :

- La Directive Transparence¹¹²¹ fixe des exigences concernant la divulgation d'informations périodiques et continues sur les émetteurs de valeurs mobilières déjà admises à la négociation sur un marché réglementé établi ;

¹¹²⁰ No. 13–317

¹¹²¹ Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil 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, modifiée par la directive 2013/50/UE (Nouvelle directive transparence)

- La Directive Prospectus¹¹²² harmonise au niveau européen le contenu du prospectus en cas d'offre au public et d'admission à la négociation ;
- La Directive Abus de marché¹¹²³ interdit les opérations d'initié et les manipulations de cours et impose aux émetteurs la communication d'informations privilégiées.

A ces obligations en matière d'information que certains examinent comme un droit à la communication financière¹¹²⁴, on peut ajouter les Directive MIF¹¹²⁵ et OPCVM IV¹¹²⁶. Si la Directive Transparence vise comme objectif la protection des investisseurs à côté de l'efficacité des marchés (cons. 1^{er}), les directives Prospectus, Abus de marché, MIF et OPCVM évoquent non seulement la protection des investisseurs, mais aussi directement la nécessité d'assurer une décision d'investissement en connaissance de cause. La Directive Prospectus définit l'offre au public comme « *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 valeurs mobilières*¹¹²⁷ ». La Directive Abus de marché, quant à elle, évoque que « *les investisseurs raisonnables fondent leurs décisions d'investissement sur les informations déjà disponibles, c'est-à-dire sur les informations disponibles ex ante* » (cons. 14). S'agissant des directives MIF et OPCVM, les informations qui doivent être fournies aux investisseurs ont pour objet d'aider « *à prendre des décisions d'investissement en connaissance de cause*¹¹²⁸ ».

830. Toutes les informations délivrées ont un même objectif : avant l'investissement, il faut assurer une décision en pleine connaissance de cause et après la réalisation de l'investissement, il faut assurer une information périodique afin d'anticiper une perte. L'information en matière financière a ainsi selon M. Chacornac, une double fonction – descriptive et prédictive¹¹²⁹.

¹¹²² 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, la directive a été modifiée par plusieurs textes postérieurs

¹¹²³ Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil qui sera remplacée par le Règlement No 596/2014 du 16 avril 2014 à partir de 3 juillet 2016

¹¹²⁴ V. l'ouvrage de P. Clermontel, *Le droit de la communication financière*, Joly éd.

¹¹²⁵ Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers (MIF) qui sera modifiée par la Directive 2014/65/UE du 15 mai 2014 (MIF 2)

¹¹²⁶ Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)

¹¹²⁷ Art. 2, point 1 d), transposé à l'art. L. 411-1 du CMF

¹¹²⁸ V. Art. 19 de la Directive MIF et le cons. 59 de la Directive OPCVM

¹¹²⁹ G. Chacornac, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, op. cité

831. Toute la question est de savoir si tous les investisseurs prennent le soin d'analyser les informations disponibles avant de réaliser une opération financière ? Comment sinon établir qu'un acte dommageable donné a pu causer un préjudice si la décision d'investissement n'a pas été influencée par l'information diffusée ou omise ?

832. Le Professeur Fischel décrit deux modèles de prise de décision d'investissement¹¹³⁰. Suivant la méthode, considérée comme traditionnelle, chaque investisseur analyse précautionneusement toute information disponible avant de prendre une décision d'investissement¹¹³¹. Les investisseurs recherchent activement des informations disponibles. Cette méthode est généralement prise en compte par les régulateurs car la délivrance d'information est de plus en plus facilitée. L'analyse de toutes les informations disponibles permettrait aux investisseurs avisés de savoir si un titre donné est surévalué ou sous-évalué.

833. Cependant, si le cours du titre prend en compte toutes les informations disponibles, l'investisseur n'a pas à rechercher des informations supplémentaires¹¹³². La plupart des investisseurs prennent leurs décisions alors en se basant uniquement sur le cours actuel d'un titre donné. Une minorité d'investisseurs seulement sont capables, en analysant le marché, d'anticiper une hausse ou une baisse du cours. Les autres investisseurs n'ont pas besoins d'aller plus loin dans l'analyse du marché si le fonctionnement même des marchés transmet indirectement toutes les informations disponibles. Ce modèle de prise de décision, basé essentiellement sur la cotation, est appelé par M. Fischer « modèle de marché » (*market model*).

834. Ce modèle de décision, fondé sur le fonctionnement des marchés, peut être considéré comme le modèle de prise de décision suivi par un investisseur moyennement raisonnable. Par conséquent il peut justifier une présomption de causalité. Lorsqu'on prend en compte le modèle « traditionnel » il faut rechercher quelle est l'importance d'une information donnée sur la prise de décision. Or, si on n'examine que l'impact de l'acte dommageable sur le cours d'un titre, il est inutile de rechercher l'importance concrète d'une information sur la décision de l'investisseur et s'il l'a connue avant de réaliser son opération. Le « modèle de marché » permet de prendre en compte le comportement d'un investisseur normalement raisonnable pour lequel le cours d'un titre est un critère fondamental de prise de décision. Si l'auteur de la

¹¹³⁰ V. D. R. FISCHER, Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities, *The Business Lawyer*, Vol. 38, No. 1 (November 1982), pp. 1-20

¹¹³¹ *Id.* p. 3

¹¹³² *Ibid.*, p. 4

faute considère que la décision a une autre justification que le cours, c'est à lui de le prouver parce que c'est celui qui va à l'encontre de la plus grande probabilité qui doit supporter la charge de la preuve.

835. L'idée de fonder la présomption du lien causal sur la rationalité des investisseurs a déjà été exprimée par Madame le Professeur Magnier¹¹³³. La présomption pourrait s'appuyer sur *« l'idée selon laquelle un placement constitue un choix économique, qui suppose un comportement rationnel de l'investisseur, comportement qui est lui-même fonction de l'information disponible sur le marché¹¹³⁴ »*. Selon l'auteur, pour échapper à la preuve d'établir qu'une information donnée était déterminante dans le choix d'investissement ou de désinvestissement, il faut démontrer que trois conditions soient réunies. Il faut d'abord que l'information fausse a précédé la décision préjudiciable (ou celle-ci est concomitante à l'ordre passé par le détenteur d'une information privilégiée); ensuite il faut démontrer que l'investisseur n'avait pas d'autre raison de se décider et enfin qu'il a accompli toutes les diligences préalables à un placement et donc qu'il s'est informé. Nous adoptons sans hésitation l'idée de la rationalité. Cependant, les conditions d'application sont fondées sur le modèle traditionnel ce qui ne permet pas d'éviter la preuve du lien entre l'information et la prise de la décision. La balance penche en faveur du modèle de marché, car il est fondé sur une approche plus objective et permet une simplification et prévisibilité du système. Mais peut-on considérer que celui qui se fonde sa décision uniquement sur le cours est *plus raisonnable* que celui qui analyse toutes les informations disponibles ? Comment alors définir l'investisseur raisonnable ?

B/ Qui est l'investisseur « raisonnable » ?

836. Au premier abord, la détermination de l'investisseur raisonnable est assez délicate. Déjà, il a été examiné qu'il y a deux types d'investisseurs et il serait plus logique de considérer les investisseurs analysant en détails toutes les informations et essayant de s'informer plus, comme plus raisonnables que ceux qui prennent leurs décisions uniquement sur la base du cours. M. Clermontel se demande s'il ne s'agit pas d'un oxymore¹¹³⁵. Cette formule qui

¹¹³³ V. Magnier, *Information boursière et préjudice des investisseurs*, D. 2008 p. 558

¹¹³⁴ *Id.*

¹¹³⁵ P. Clermontel, *Le droit de la communication financière*, op. cité, n°254

évoque, selon l’auteur le bon père de famille, disparu depuis 2014 du Code civil¹¹³⁶, ne peut pas être recueillie sans *ironie (sic)* en matière de marchés financiers vu l’irrationalité de certains comportements et la diversité des stratégies d’investissement possibles¹¹³⁷.

837. La doctrine outre-Atlantique a déjà mis en évidence la difficulté de définir l’investisseur raisonnable¹¹³⁸. Aux États-Unis les émetteurs ont une obligation de communiquer de manière périodique les informations considérées comme « *material* » par les investisseurs¹¹³⁹. De même, le prospectus doit non seulement contenir les informations imposées par les textes, mais aussi toute autre information « *material* » dont l’omission peut rendre les autres informations trompeuses¹¹⁴⁰. La notion de « *materiality* » est définie par la Cour Suprême comme une information dont il est fort probable que son omission aurait modifié de façon significative l’appréciation d’un investisseur raisonnable des informations déjà disponibles¹¹⁴¹. La notion d’information « *material* » ne se recoupe pas avec la notion d’information privilégiée car la *materiality* n’exige pas un impact possible sur le cours. La preuve de « *materiality* » dépend de l’appréciation d’un modèle de comportement – l’investisseur raisonnable. Il faut savoir si un investisseur normalement prudent peut être influencé par une information donnée. Or, un investisseur professionnel peut apprécier différemment l’importance d’une information donnée qu’un investisseur non-professionnel.

838. Cette notion est difficile à saisir car il n’est pas évident de choisir un modèle de comportement sur les marchés financiers comme raisonnable. On peut avouer cependant qu’il n’est pas possible de déterminer un modèle de comportement abstrait si on se réfère au modèle de décision traditionnel. Suivant ce modèle, comme on l’a vu, les investisseurs analysent les informations disponibles. Cependant, chaque investisseur détermine sa propre stratégie d’investissement. Si on prend en compte en revanche le modèle de marché (*market model*) il est inutile de se demander si une information est importante¹¹⁴². Le seul fait qui

¹¹³⁶ La loi n° 2014-873 du 4 août 2014 a supprimé l’expression « en bon père de famille » de la législation. La formule a été remplacée par « raisonnablement ».

¹¹³⁷ *Id.*

¹¹³⁸ Roger J. Dennis, *Materiality and the Efficient Capital Market Model: A Recipe from the Total Mix*, 25 Wm. & Mary L. Rev. 373 (1983), p. 386 Les auteurs américains citent souvent une décision de la deuxième cour d’appel (2nd Circuit) dans laquelle les juges considèrent que la notion est très imprévisible et insaisissable (“unpredictable and elusive”) ; Bausch & Lomb, Inc., 565 F.2d 8, 10 (2d Cir. 1977)

¹¹³⁹ Rule 12b-20 of the Securities Exchange Act

¹¹⁴⁰ Rule 408 of the Securities Act

¹¹⁴¹ TSC Industries, Inc v Northway, Inc, 426 US 438, 449 (1976) : “*there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the 'total mix' of information made available.*”

¹¹⁴² V. D. R. FISCHER, *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, op. cite, p. 7

compte c'est l'impact de l'information sur le cours. Il serait possible alors d'apprécier l'investisseur raisonnable non pas par rapport à son attitude supposée face à une information donnée, mais par rapport à son résultat effectif sur le cours. On suppose qu'un investisseur raisonnable prend en compte pour la prise de sa décision la valeur du titre. Ainsi, est-il possible de déterminer un comportement abstrait en prenant en compte la variation du cours. Cette appréciation constitue le seul moyen de prendre en compte de fonctionnement des marchés financiers. On peut légitimement considérer alors qu'un investisseur raisonnable est celui qui n'aurait pas réalisé une opération donnée à un cours artificiel.

839. En définitive, le fonctionnement des marchés justifie pleinement une présomption du lien causal entre l'acte dommageable et le dommage en cas de délit ou manquement boursier qui entraînent une variation de cours. En outre, la présomption est justifiée lorsque la faute consiste en une information erronée ou trompeuse incluses dans un prospectus, dici ou autre document fourni à l'investisseur avant la prise de la décision, ayant un impact sur la valeur du titre ou du produit. Ce modèle de prise de décision ne justifie pas cependant une présomption en cas de manquement à l'obligation d'information sur les caractéristiques d'un produit ou d'un service ou à l'obligation de mise en garde. Ces deux obligations sont exécutées en fonction de la qualité de l'investisseur et il n'est pas possible de déterminer à l'avance un comportement donné car chaque personne a une aversion du risque différente et une compréhension des marchés qui dépend de ses capacités personnelles.

Conclusion du Chapitre

840. A l'issue de l'étude des aménagements probatoires, nous pouvons affirmer que le lien causal entre l'acte dommageable et la décision d'investissement peut être présumé. Cette présomption est justifiée par la probabilité d'influence d'un acte sur la prise de la décision. Cette probabilité est assez forte lorsque l'acte dommageable a un impact sur la valeur d'un titre ou d'un produit. On peut considérer qu'un investisseur moyennement raisonnable prend en compte le cours d'un titre afin de prendre une décision d'achat ou de vente. À ce titre, on peut remarquer que la présomption du lien causal est possible en cas d'impact de l'acte dommageable sur le cours. En outre, la présomption est possible lorsqu'une information fausse ou trompeuse concernant la valeur d'un titre est fournie dans un prospectus, DICI ou tout autre document précontractuel. Le souci de sanctionner l'auteur de l'information fausse peut justifier l'adoption d'une présomption légale en cas d'informations fausses ou trompeuses fournies dans un prospectus, à l'instar du droit américain et du droit allemand. En revanche, la présomption du lien causal n'est pas justifiée en cas de manquement à l'obligation générale d'information ou de mise en garde. Dans ces deux hypothèses l'impact d'information sur la prise de la décision nécessite une appréciation *in concreto* et il est impossible de concevoir quelle serait la plus grande probabilité.

841. En ce qui concerne le lien causal qui doit exister entre le dommage et le préjudice, il doit être toujours prouvé par l'investisseur. D'une part, on évite ainsi d'aboutir à une présomption du préjudice et, d'autre part, on évite d'indemniser un préjudice qui n'est pas réellement subi. A cette fin, nous avons préconisé une appréciation plus rigoureuse de ce lien causal et notamment l'application de la théorie de la cause adéquate.

Après avoir abordé les aménagements possibles en matière de preuve, nous devons nous attacher à la question de savoir comment adapter les règles d'évaluation du préjudice financier.

Chapitre II

L'adaptation possible des règles d'évaluation

842. Après la preuve du préjudice, l'investisseur est confronté à une autre difficulté relative à son évaluation. Le droit français n'est pas pour autant démuné. Le principe fondamental de l'indemnisation intégrale peut s'adapter parfaitement à l'indemnisation du préjudice financier (Section 1). Cependant, ce principe peut être écarté exceptionnellement dans certaines circonstances afin de sanctionner les comportements les plus graves et de responsabiliser l'investisseur (Section 2).

Section 1 Le calcul du préjudice en application du principe de l'indemnisation intégrale

843. L'évaluation du préjudice en droit français est gouvernée par le principe dit de l'indemnisation intégrale. D'après la célèbre formule de la Cour de cassation « *le propre de la responsabilité civile est de rétablir aussi exactement que possible l'équilibre détruit par le dommage et de replacer la victime dans la situation où elle se serait trouvée si l'acte dommageable ne s'était pas produit*¹¹⁴³ ». Ce principe fait « *office de boussole*¹¹⁴⁴ » pour le juge. Cependant, la reconstitution de l'équilibre détruit par l'acte dommageable peut s'avérer assez délicate. En effet, le calcul du préjudice doit prendre en compte la situation de l'investisseur avant l'acte dommageable, reconstituer éventuellement sa situation en l'absence de l'acte dommageable et voir si d'autres événements extérieurs ont contribué à la réalisation du préjudice. Sans oublier que le propre du système financier c'est l'existence d'un aléa et l'évolution constante du cours des titres financiers et la valeur des produits financiers. Au regard de tous ces éléments, il faut savoir comment résoudre l'une des questions les plus complexes liée au calcul du préjudice de l'investisseur.

844. La jurisprudence française applique de manière générale la perte de chance et nous avons déjà observé que cette application permet de calculer le préjudice de manière forfaitaire. Si ce

¹¹⁴³ V. Cass. 2^{ème} civ. 28 oct. 1954, RTDC 1995.324, obs. H. et L. Mazeaud ; Cass. 2^{ème} 8 avril 1970, n° 68-13969 ; Cass. Com. 20 mai 2003, n° 99-20169

¹¹⁴⁴ V. P. Stoffel-Munck, op.cité

mode de calcul est considéré par certains auteurs comme assez commode¹¹⁴⁵, pour d'autres il est assez « *fruste* »¹¹⁴⁶. Dans l'affaire *Sidel*, déjà citée, les juges ont calculé le préjudice résultant de la diffusion de fausses informations, par l'allocation d'une somme fixe de 10 euros par action. Ce mode de calcul ne permet pas d'indemniser la totalité des pertes subies par les investisseurs. Or, l'examen du système américain et les propositions de la doctrine française montrent qu'il est possible d'évaluer le préjudice boursier (§ 1). Étant donné que la présente étude ne se limite pas aux préjudices boursiers, mais qu'elle vise plus globalement le préjudice *financier*, nous proposons une règle de calcul basée sur l'origine du préjudice ou selon le type de dommage causé, tout en respectant le principe fondamental d'indemnisation intégrale (§2).

§1. Exemples de règles de calcul

Le système du droit américain donne un exemple d'indemnisation intégrale du préjudice subi par les investisseurs sur les marchés financiers. L'examen du droit américain sera suivi des propositions de la doctrine française en cette matière.

A/ L'exemple du système américain

845. Aux États-Unis les tribunaux ont très tôt reconnu la possibilité pour les investisseurs d'exercer une action en responsabilité, fondée sur l'article 10b-5 de *Securities Exchange Act* de 1934 pour l'indemnisation de leurs préjudices subis sur les marchés financiers¹¹⁴⁷. Cette action n'était pas expressément prévue par le texte. Selon la Cour Suprême des États-Unis, l'effectivité de l'interdiction des agissements frauduleux implique en soi une possibilité pour les justiciables d'utiliser les procédures disponibles pour faire valoir leurs droits¹¹⁴⁸. L'existence de cette action en responsabilité était inspirée d'un principe général de droit commun (*tort law*), en vertu duquel la violation d'une règle existante ayant pour objet de protéger une personne donne droit à une action en dommages et intérêts contre l'auteur de la

¹¹⁴⁵ V. G. Chacornac, op. cité

¹¹⁴⁶ A. Pietrancosta, Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur, RTDF N° 3 – 2007, n° 14

¹¹⁴⁷ Kurt M. Swenson, Remedies for Private Parties Under Rule 10b-5, 10 B.C.L. Rev. 337 (1969), p. 337

¹¹⁴⁸ *Id.* citant 311 U.S. 282 (1940), n°288

violation¹¹⁴⁹. En ce qui concerne le calcul de l'indemnisation, la Section 28(a) de Securities Exchange Act¹¹⁵⁰ 1934 prévoit seulement que les dommages et intérêts accordés doivent couvrir le préjudice actuel (*actual damages*). Cette règle a été interprétée par les tribunaux comme une limitation des dommages et intérêts punitifs, car elle ne permet pas d'aller au-delà du préjudice subi et n'autorise pas ainsi l'allocation de dommages et intérêts punitifs¹¹⁵¹. Ce qui correspond au principe d'indemnisation intégrale du droit français.

846. Faute de précisions légales, les juges américains ne disposaient pas d'autres indications pour savoir comment calculer le préjudice actuel. C'est la jurisprudence qui a pallié cette carence en édictant la règle d'évaluation dite « *out-of-pocket* ». La Cour Suprême a appliqué cette règle pour la première fois dans la décision *Affiliated Ute Citizens v. United States*¹¹⁵². La règle s'applique différemment suivant qu'il s'agit d'un investisseur vendeur ou acheteur. S'il s'agit d'un investisseur qui a vendu ses titres suite à l'acte en cause, il sera indemnisé d'un montant égal à la différence entre la vraie valeur du titre et le prix qu'il a reçu. S'il s'agit d'un investisseur qui a acheté des titres suite à l'acte incriminé, il a le droit à la différence entre le prix d'achat et la vraie valeur (*true value*) du titre au moment de la cession¹¹⁵³.

847. Cependant, il fallait déterminer la vraie valeur du titre au moment de l'achat ou de la vente en l'absence de la faute¹¹⁵⁴. En d'autres termes il fallait déterminer ce que l'investisseur pourrait obtenir si l'acte frauduleux ne se serait pas produit. Le calcul de la vraie valeur nécessite de déterminer le moment à partir duquel le cours n'est plus sous l'impact de l'acte frauduleux¹¹⁵⁵. La jurisprudence américaine a appliqué deux méthodes différentes pour déterminer la date de prise en compte de la vraie valeur quand l'investisseur-victime a vendu ses titres suite à l'acte en cause¹¹⁵⁶. La date de référence a été déterminée postérieurement à l'acte dommageable à un moment où le marché pourrait intégrer toutes les informations

¹¹⁴⁹ Weiskopf, Nicholas R. (2012) "Remedies Under Rule 10b-5," St. John's Law Review: Vol. 45: Iss. 4, Article 8., p. 735 ; Available at: <http://scholarship.law.stjohns.edu/lawreview/vol45/iss4/8>

¹¹⁵⁰ 15 U.S. Code § 78bb

¹¹⁵¹ Kurt M. Swenson, op. cité, p. 338

¹¹⁵² Rule 10B-5 Developments-Damages And Contribution, 39 Wash. & Lee L. Rev. 997 (1982), p. 999, <http://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol39/iss3/9>

¹¹⁵³ V. Weiskopf, Nicholas R., op. cité, p. 736

¹¹⁵⁴ Kurt M. Swenson, op. cité, p. 339

¹¹⁵⁵ V. Ronald B. Lee, The Measure of Damages Under Section 10(b) and Rule 10b-5, 46 Md. L. Rev. 1266 (1987), spec. p. 1270 ; accessible à : <http://digitalcommons.law.umaryland.edu/mlr/vol46/iss4/15> : "The use of market value to determine a security's value involves the determination of the price of the security **on a specific date when the market is "true."** The term "true" refers to a market that will accurately reflect the price of the security".

¹¹⁵⁶ Weiskopf, Nicholas R. (2012) "Remedies Under Rule 10b-5," St. John's Law Review: Vol. 45: Iss. 4, Article 8., spec. p. 373 et s. ; Accessible à : <http://scholarship.law.stjohns.edu/lawreview/vol45/iss4/8>

disponibles¹¹⁵⁷. Cependant, certaines juridictions ont calculé la vraie valeur en prenant en compte une valeur moyenne des 20 jours de cotation qui suivent l'événement qui devrait être pris en compte dans l'évaluation¹¹⁵⁸. Alors que d'autres juridictions ont calculé le préjudice en prenant en compte la valeur à laquelle l'investisseur avait cédé ses titres et la valeur à laquelle le responsable a revendu les siens. Dans ce cas, les juges ont considéré que le prix de revente représentait la vraie valeur¹¹⁵⁹.

848. S'agissant de l'investisseur-victime qui a acquis des titres suite à l'acte frauduleux, une application stricte de la règle « out-of-pocket » commanderait de prendre en compte le cours d'achat et leur vraie valeur. Dans cette hypothèse il existe aussi un risque de condamner le responsable à couvrir des pertes qu'il n'a pas causées. En fait, si on évalue la vraie valeur à une date postérieure à la révélation de la faute, donc par hypothèse à une date où le cours a chuté, il faudra prendre en compte juste le déclin dû à l'acte dommageable. En outre, si le cours augmente de nouveau après une première baisse à la suite de la découverte de la fraude¹¹⁶⁰ et l'investisseur cède à ce cours élevé, il ne souffrira pas réellement d'une perte financière. C'est la raison pour laquelle, la Cour Suprême a imposé dans la décision *Dura Pharms, Inc. v. Brouda*¹¹⁶¹ à l'investisseur de prouver sa perte (*loss causation*).

849. Il faut ajouter que le Congrès américain a édicté une règle de calcul spéciale dans la réforme de 1995 (Private Securities Litigation Reform Act PSLRA). Le Congrès reconnaît qu'entre l'acte frauduleux et le moment où l'investisseur demande une réparation, le cours peut fluctuer en raison de plusieurs facteurs économiques. Afin de prendre en compte uniquement l'impact de la fraude et limiter les dommages et intérêts excessifs, PSLRA prévoit que les dommages et intérêts ne peuvent pas excéder la différence entre le prix d'acquisition et le cours moyen de cotation pendant une période de quatre-vingt-dix jours (90-days « bounce-back » rule) qui commence à courir à partir de la date de la révélation de l'acte dommageable.

850. En définitive, les méthodes d'évaluation reposent sur des études économiques. La doctrine économique américaine distingue deux axes de valeurs différents :

¹¹⁵⁷ *Id.*

¹¹⁵⁸ *Ibid.* p. 738

¹¹⁵⁹ *Ibid.*

¹¹⁶⁰ On utilise le terme de « fraude » quand on parle du droit financier américain pour désigner ce qui correspond en droit français aux abus de marché.

¹¹⁶¹ 544 U.S. 336, 345 (2005)

- la valeur du titre au moment de l'opération financière (*price value line*) qui correspond à la valeur du titre au moment de l'achat et de la cession et
- la vraie valeur du titre (*true value line*) qui devrait exister en l'absence du comportement dommageable au moment de l'achat ou de la vente, tout en prenant en compte juste l'impact de l'acte dommageable sur le cours et en excluant tous les autres facteurs économique ayant un impact sur la formation du cours¹¹⁶².

851. La doctrine française économique va dans le même sens car elle distingue aussi deux valeurs de référence : le préjudice financier résulte de l'écart entre la situation réelle et de la situation normale qui aurait existé en l'absence de l'acte perturbateur¹¹⁶³. Examinons maintenant les études juridiques.

B/ Les propositions doctrinales en France

On va examiner successivement deux études qui proposent des modes de calcul concrets.

852. M. Spitz distingue dans sa thèse consacrée à la réparation des préjudices boursiers, parmi les préjudices causés par une désinformation les préjudices de décision et les préjudices de conditions¹¹⁶⁴. La catégorie des préjudices causés par la désinformation inclut les préjudices résultant d'une mauvaise information du marché (délict de diffusions d'informations fausses ou trompeuses). L'étude est basée sur le fonctionnement des marchés financiers et l'effet de l'acte dommageable sur le cours de bourse. Le préjudice de conditions est un préjudice purement objectif qui ne nécessite pas la preuve du lien de causalité entre l'acte dommageable et la perte. Il suffit que l'acte dommageable entraîne une variation du cours. La réparation de ce préjudice est limitée à l'effet de l'acte dommageable sur le cours. L'investisseur doit être indemnisé de la différence de cours entre l'achat du titre et le cours qui devrait exister si l'acte n'était pas commis. L'investisseur est ainsi remis dans la situation qui aurait été la sienne si

¹¹⁶² Bradford Cornell and R. Gregory Morgan, "Using Finance Theory to Measure Damages in Fraud on the Market Cases," UCLA Law R., 1990, p. 897 et s.

¹¹⁶³ V. M. NUSSENBAUM, L'évaluation des préjudices économiques, Revue de Droit banc. et fin., n° 3, Mai 2013, étude 13, spéc. n°2

¹¹⁶⁴ N. Spitz, La réparation des préjudices boursiers, op. cité, p. 212 et s.

l'opération financière avait été réalisée à un cours fixé par un marché en bon état de fonctionnement¹¹⁶⁵.

853. Le préjudice de décision permet à l'investisseur d'être indemnisé de toutes les conséquences de l'acte dommageable. Cependant, il doit prouver le lien de causalité entre l'acte dommageable et sa perte. Il doit notamment prouver que la faute boursière a été l'élément déterminant de sa décision d'acheter un titre financier. Il peut être indemnisé ainsi de l'aléa boursier, peu importe que la baisse de la valeur soit due à l'acte dommageable ou non. Le mode de calcul peut être justifié par le fait qu'en l'absence de l'acte dommageable l'investisseur n'aurait pas acquis les titres et n'aurait pas subi une moins-value¹¹⁶⁶.

854. Examinons maintenant l'étude de M. Clerc. Celle-ci est centrée sur l'indemnisation des investisseurs suite à la diffusion d'informations fausses ou trompeuses¹¹⁶⁷. L'auteur distingue deux situations : soit l'investisseur a payé trop cher les titres acquis, soit il a perdu une chance de vendre plus cher les titres cédés. Selon M. Clerc la perte de chance doit avoir un rôle résiduel et ne doit s'appliquer que lorsque l'investisseur n'a pas pu profiter d'une hausse du cours. C'est à dire qu'il a vendu ses titres avant cette hausse à cause de la diffusion des informations fausses. Tel est le cas lorsque la société diffuse des informations faussement négatives.

855. Lorsque l'investisseur acquiert des titres à un cours faussement surévalué, il a le droit d'être indemnisé de la totalité de sa perte et non seulement de la perte de chance. Selon l'auteur, la perte de chance ne doit pas être appliquée dans cette hypothèse, parce qu'elle n'indemnise pas la perte elle-même. Or, poursuit l'auteur, l'indemnisation doit prendre en compte la surévaluation du cours et devrait être égale à la différence entre le prix effectivement payé et le celui que l'investisseur aurait payé « *s'il avait été en possession de l'information exacte* »¹¹⁶⁸. L'investisseur doit être indemnisé du seul fait de la surévaluation

¹¹⁶⁵ *Id.* n°408 résumant les différentes méthodes proposées par les économistes américains et notamment B. Cornelle et R.G. Morgan, V. note précitée. La réaction du marché si la fraude n'existait pas peut être calculée soit par une approche événementielle, soit par une approche comparative. N. Spitz parle d'approche indexée s'agissant de l'approche événementielle (*event study*). L'auteur examine aussi deux autres méthodes tirées de la pratique jurisprudentielle ne reposant pas sur une étude économique : « l'approche de la valeur constante » (la valeur à prendre en compte est celle après la révélation du délit boursier) et « l'approche de la valeur proportionnelle » (« [...] le pourcentage de la valeur du titre financier qui résulte de la faute boursière ne varie pas en l'absence d'autres fautes boursières ou de rectification de la faute. ») en concluant que seule l'approche de la valeur indexée (*event study*) est satisfaisante. n° 413, p. 254

¹¹⁶⁶ *Ibid.*, n°440

¹¹⁶⁷ C. Clerc, Réparation du préjudice subi par un actionnaire du fait de la diffusion de fausses informations, RDTF 2007, n°1, p. 31

¹¹⁶⁸ C. Clerc, op. cité, n° 22

des titres acquis sans avoir à prouver qu'il s'est spécifiquement fondé sur l'information fausse. Le fondement de cette approche est selon l'auteur la confiance des investisseurs : ils peuvent se fier à la fixation des prix par le marché. M. Clerc distingue les situations des investisseurs qui ont conservé leurs titres après l'acquisition et ceux qui les ont cédés. Si les titres sont conservés, l'investisseur doit être indemnisé car il a surpayé les titres acquis : le préjudice résulte « *de la détention dans son patrimoine d'un actif acquis à un prix supérieur à ce qu'il aurait dû être*¹¹⁶⁹ ». Si l'investisseur a cédé ses titres, il faut prendre en compte l'effet de la faute sur le cours du titre. L'indemnisation doit couvrir la surévaluation. Dès lors, le juge va prendre en compte la volatilité du cours afin d'apprécier le réel impact de la fausse information sur l'évolution du cours. L'auteur considère qu'il existe trois méthodes envisageables. La première consiste à donner une valeur fixe à l'information fausse (par ex. 20 euros de surévaluation). La deuxième prend en compte une valeur proportionnelle et détermine un pourcentage qui représente l'effet de la fausse information sur le cours (par exemple 20 % de la formation du cours est dû à la fausse information). La troisième méthode possible est celle qui détermine concrètement l'effet de l'information sur le cours à un moment donné. La dernière méthode est la plus juste, mais très difficile à mettre en œuvre en pratique¹¹⁷⁰. En revanche, selon cet auteur si le marché réagit négativement et le cours chute à une valeur inférieure à la valeur réelle du titre après la révélation de la fausse information, cette surréaction devra être réparée. Le responsable doit réparer les conséquences de la surrection du marché car il est à l'origine du mouvement en baisse¹¹⁷¹. Cependant, l'auteur considère que le juge doit apprécier dans ce cas de figure si la surréactivité est due à la faute. Enfin, M. Clerc réserve la situation d'un investisseur qui a acquis les titres à cause de l'information diffusée. Dans ce cas le préjudice est causé par l'achat lui-même et non pas seulement du fait du paiement d'un surcoût. L'indemnisation doit être égale à la différence entre le prix d'achat et le prix de vente. Selon M. Clerc, l'appréciation de cette situation nécessite un examen *in concreto* des motivations des investisseurs et « *le recours à ce type d'indemnisation devrait faire l'objet d'une certaine circonspection*¹¹⁷² ».

856. Ces deux études prennent en compte le fonctionnement des marchés financiers et la confiance des investisseurs dans l'intégrité des marchés financiers et notamment la possibilité de se fier au cours de cotation. Nous approuvons cette analyse car la fluctuation de la valeur

¹¹⁶⁹ *Id.*, n° 24

¹¹⁷⁰ *Ibid.* n° 38

¹¹⁷¹ *Ibid.*, n° 28

¹¹⁷² *Ibid.*, n° 36

des titres est une donnée fondamentale qui doit être prise en compte par les juges. Or, à l'état du droit actuel l'application de la perte de chance ne le permet pas.

§2. Possibilité de calculer le montant du préjudice subi suivant son origine

857. En vertu du principe de l'indemnisation intégrale, l'indemnisation a pour seule mesure le préjudice subi¹¹⁷³. Ce qui signifie que le juge ne peut pas allouer des dommages et intérêts supérieurs ou inférieurs au préjudice subi. Les juges doivent indemniser tout le préjudice, mais rien que le préjudice. Ce principe d'équivalence a pour objet de rétablir « *l'état des choses antérieur* »¹¹⁷⁴. Le rétablissement de la victime dans son état antérieur nécessite de distinguer deux situations suivant le type de dommage causé. La première situation est celle dans laquelle l'acte dommageable entraîne une décision non éclairée. La deuxième situation qu'il faut examiner est celle dans laquelle l'acte dommageable augmente le risque de perte ou diminue la chance de gain de l'investisseur.

858. La distinction entre ces deux situations est nécessaire car dans la première situation l'acte dommageable influence la décision d'investissement, alors que dans la deuxième situation la décision d'investissement est déjà prise et l'acte dommageable intervient après celle-ci. Or, cette situation *ex ante* n'est pas identique si on revient à un moment où la décision d'investissement n'était pas encore prise et si on revient avant l'acte dommageable sans revenir toutefois avant la décision d'investissement. Dès lors, il faut déterminer comment calculer le préjudice dans ces deux cas de figure.

A/ Réparation intégrale du préjudice en cas de faute intervient avant la décision d'investissement

Le rétablissement de l'investissement à sa situation avant l'acte dommageable pose plusieurs questions.

859. Le retour à la situation de la victime avant la commission de l'acte dommageable ne se présente pas de la même manière si le préjudice résulte de la perte de valeur de titres cotés sur un marché financier ou de produits financiers qui ne sont pas cotés. Lorsque les titres sont

¹¹⁷³ G. Viney, P. Jourdain, Les effets de la responsabilité, L.G.D.J., n° 1311

¹¹⁷⁴ J. Flour, J-L Aubert, Eric Savaux, op. cité, n°385

cotés il faut apprécier l'impact de l'acte dommageable sur le cours et l'isoler les autres facteurs économiques susceptibles d'avoir une influence sur la formation du cours.

860. En outre, il faut déterminer les valeurs de référence. À ce titre, il faut se poser plusieurs questions : en cas d'achat suivie de vente compare-t-on le prix d'achat avec le prix de revente ou le prix d'achat avec le prix tel qu'il devrait exister en l'absence de l'acte dommageable ? Cette dernière valeur doit-elle être déterminée à une date antérieure à l'acte dommageable, c'est-à-dire nécessite-t-elle de reconstruire le cours au moment où le juge statue ou on peut se référer à une valeur postérieure à l'acte dommageable ?

861. La réponse à toutes ces questions n'est pas identique suivant qu'il s'agit d'une opération réalisée à un prix artificiel ou de la réalisation d'un investissement non adapté. Il faut garder à l'esprit que la méthode d'évaluation ne doit pas être très complexe afin de pouvoir légitimement « détrôner » l'application de la perte de chance. En outre, la méthode doit être, à la différence de l'évaluation forfaitaire de la perte de chance, adaptée à la situation des investisseurs et ne doit pas être arbitraire. Par conséquent, il doit s'agir d'une méthode d'application générale fondée sur une approche *in abstracto*. Nous avons déjà examiné la diversité des situations qui se présentent en pratique. Afin d'éviter un traitement injuste, il faut donc prendre en compte cette diversité de situations et trouver des formules qui s'adaptent à la situation de l'investisseur. Il faut préciser d'emblée que l'adaptation à la situation de l'investisseur se fera par rapport à l'opération réalisée et ne nécessitera pas une appréciation *in concreto*. En outre, il faut distinguer deux situations : l'acquisition ou la cession à cours artificiel (1) et la conservation des titres (2). Le calcul du préjudice dans ces hypothèses se distingue aussi de l'hypothèse d'un investissement non adapté à la situation de l'investisseur (3).

1. Acquisition/ Cession à un cours artificiel

862. L'acte dommageable a pour conséquence de provoquer une décision d'investissement inopportune causant une perte. Revenir à la situation antérieure à l'acte dommageable nécessite de réparer la conséquence de la prise de la décision d'investissement. Ce préjudice de perte est indépendant du préjudice de perte de chance de réaliser un investissement plus judicieux. La perte financière constitue un autre préjudice direct et certain dans les conditions

que nous avons déjà déterminées¹¹⁷⁵. Pour calculer plus précisément le préjudice, il faut distinguer l'hypothèse d'une cession à la suite de l'acte dommageable (a) et une acquisition de titres à la suite de celui-ci (b).

a) Le préjudice de l'investisseur qui cède ses titres à la suite à l'acte dommageable

863. Dans ce cas de figure, l'investisseur invoque le plus souvent le fait qu'il n'a pas pu bénéficier de l'augmentation du cours des titres qu'il avait cédés. Afin de justifier le préjudice il faut constater une variation du cours due à l'acte dommageable. S'il s'agit de la diffusion d'informations fausses négatives, il peut y avoir deux variations du cours – une première au moment où le marché intègre l'information négative et une deuxième – au moment où on rectifie l'information.

864. Afin de remettre l'investisseur dans la situation qui aurait été la sienne avant l'acte dommageable il faut réparer le préjudice financier résultant de la variation du cours. Ce préjudice est égal à la différence entre le cours de cession et le cours tel qu'il devrait exister en l'absence de l'acte dommageable. Il y a deux manières de déterminer le véritable cours du titre : soit il est reconstitué, soit on se réfère à une valeur postérieure à l'acte dommageable qui reflète bien la situation de l'émetteur. Dans l'affaire *Flammarion*¹¹⁷⁶, les juges ont appliqué la deuxième méthode. Dans cette affaire, l'émetteur avait diffusé une information trompeuse. En l'espèce, le communiqué de presse mentionnait les mauvais résultats de la société et le fait qu'il n'y aurait pas d'amélioration. Cette information était trompeuse, car elle ne mentionnait pas les négociations en cours d'un accord prévoyant une garantie de cours pour toutes les actions en circulation. Les actionnaires qui avaient cédé leurs titres à la suite de la diffusion de l'information n'ont pas pu profiter de la garantie de cours. Les juges ont indemnisé les actionnaires de leur préjudice de perte de chance de céder les actions à la hauteur de la garantie du cours.

865. En effet, il n'est pas difficile de justifier une perte de chance réelle et sérieuse lorsque l'investisseur a perdu une opportunité. Tel est le cas lorsque par exemple l'acte dommageable est constitué par une information faussement négative et l'investisseur cède des titres à la suite de cette information à un cours artificiellement bas. Si l'information n'était pas

¹¹⁷⁵ D. Schmidt, II Le préjudice réparable, *in* table ronde animée par A. Couret, ABUS DE MARCHÉ : QUELLES RÉPARATIONS ?, Dr. Et Patrimoine, 2014, n°241

¹¹⁷⁶ CA Paris, 25^{ème} Ch., section B, 26 septembre 2003, Bull. Joly Sociétés, 01/01/2004, n°1, p. 84, note J-J. Daigre

communiquée il aurait cédé à un cours supérieur et aurait réalisé ainsi une plus-value. Dans cette hypothèse, l'investisseur peut soutenir qu'il a perdu une opportunité de réaliser un gain. La perte de chance est réelle. Plus il avait des chances de réaliser l'opération à un cours supérieur, plus sa chance est sérieuse et l'indemnisation doit se rapprocher de la totalité de la plus-value non réalisée. Dans l'affaire *Flammarion*, l'application de la perte de chance est justifiée, car l'accord n'était pas encore signé au moment de la cession. Si en revanche, il était signé, il faudrait indemniser les investisseurs de la différence entre le cours de cession et le cours fixé dans l'accord. En ce qui concerne la valeur de référence, on peut prendre en compte une valeur postérieure, comme en l'espèce la garantie du cours, si elle reflète bien la valeur du titre. En effet, on souhaite plus revenir à l'opération non souhaitée qu'à l'annonce de l'information.

866. Lorsque l'émetteur retient des informations dont l'annonce aurait probablement modifié l'action de l'investisseur, il est difficile de justifier un préjudice financier. Dans ce cas de figure il n'y a pas de variation de cours et l'opération réalisée par l'investisseur n'est pas provoquée par l'omission. Cette hypothèse a été déjà envisagée au titre du préjudice éventuel en cas de délit d'initié¹¹⁷⁷.

867. En définitive, on peut calculer le préjudice ainsi : si l'investisseur cède ses titres à un cours sous-évalué égal à 40 euros, alors que leur vraie valeur est 60 euros, le préjudice financier¹¹⁷⁸ sera la différence entre le cours de cession et celui auquel l'opération pourrait être réalisé. Il faut préciser que la vraie valeur résultera des circonstances de l'espèce, mais le plus souvent on va prendre en compte le cours après la révélation du caractère trompeur de l'information. On va prendre en compte donc un moment postérieur à la cession.

b) Le préjudice de l'investisseur qui acquiert des titres à la suite de l'acte dommageable

868. Par hypothèse l'acte dommageable entraîne une variation de cours. Lorsque l'investisseur a acquis des titres à un cours surévalué et il les a cédés après, il doit être indemnisé de sa perte. L'indemnisation de son préjudice est limitée par la jurisprudence actuelle à la seule perte de chance. Nous avons déjà examiné les raisons qui nous permettent

¹¹⁷⁷ V. *supra* n°692 et s. Sous réserve de la situation où un actionnaire cède ses titres directement à un initié. Dans ce cas l'actionnaire peut invoquer le dol par réticence commis par l'initié (cf. l'affaire Vilgrain)

¹¹⁷⁸ Sur le plan fiscal, pour la détermination d'une plus-value il faut prendre en compte le prix d'acquisition et le prix de cession.

de justifier un préjudice direct et certain qui requiert une indemnisation intégrale. La perte financière doit être indemnisée totalement et l'application de la perte de chance n'apparaît pas adaptée à la situation de l'investisseur qui a acquis des titres à un cours surévalué¹¹⁷⁹.

869. Le retour à l'environnement de l'investisseur avant la faute peut donner lieu à l'indemnisation de sa perte et éventuellement à l'indemnisation d'une perte de chance. S'agissant du calcul de la perte, il faut déterminer les deux valeurs de référence, qu'il faut comparer et leur date d'appréciation. La première valeur qu'il faut prendre en compte c'est le cours auquel l'acquisition a été réalisée. Il ne faut pas oublier que l'investisseur a acquis ses titres à un cours artificiellement surévalué.

870. En application du principe de réparation intégrale, l'investisseur doit être remis dans sa situation avant l'acte dommageable. Cette formule souffre, selon le Professeur Stoffel-Munck, d'imprécision temporaire : la formule « *ne précise pas si la situation à laquelle on doit aboutir est celle où la victime se serait trouvée **aujourd'hui voire demain**, si l'acte dommageable n'avait pas eu lieu, ou si le juge doit contempler la situation où la victime se serait trouver **à l'époque** du dommage si celui-ci n'était pas survenu*¹¹⁸⁰ ». Il faut savoir si on compare la situation à l'époque avant l'acte dommageable ou la situation actuelle. L'enjeu est de savoir s'il faut prendre en compte les événements qui se sont produits postérieurement à l'acte dommageable et qui sont susceptibles d'aggraver ou d'améliorer la situation de la victime¹¹⁸¹. Pour certains auteurs, il faut « *rétablir la victime dans la situation qui était la sienne avant la production du dommage*¹¹⁸² ». Cependant, d'autres considèrent que les juges comparent la situation actuelle de la victime non pas à sa situation antérieure au fait dommageable, mais à celle qui aurait vraisemblablement existé si le fait ne s'était pas produit¹¹⁸³. Dans ce cas de figure, le juge doit alors prendre en compte tous les éléments liés au dommage, apparus après l'acte dommageable¹¹⁸⁴.

¹¹⁷⁹ Dans ce sens N. Spitz, op.cité, v. aussi RTDF 2010, n°2, p. 70, note sous Com. 9 mars. 2010 ; C. Clerc, op. cité, n°31 ; A. Gaudemet, Réparation du préjudice boursier : l'hypothèse d'une politique jurisprudentielle, Bull. Joly Bourse, 01/07/2014, n°7-8, p. 340 ; v. contre G. Chacornac qui considère que le recours à la perte de chance doit être approuvée en opportunité, op. cité, n°885, p. 505

¹¹⁸⁰ P. Stoffel-Munck, Le préjudice économique : propos introductifs, Journal des sociétés, juin 2007, n°44, Dossier évaluation du préjudice économique

¹¹⁸¹ *Id.*

¹¹⁸² C. Coutant-Lapalus, Le principe de la réparation intégrale en droit privé, Préf. de F. Pollaud-Dulian, PUAM

¹¹⁸³ V. G. Viney et P. Jourdain, Les conditions de la responsabilité, op. cité, n° 249

¹¹⁸⁴ V. Y. Chartier, La date d'évaluation du préjudice, RCA, n° spéc. mai 1998, p. 25

Comment ce problème se présente-t-il en droit financier et comment doit-il être traité en ce qui concerne la détermination des valeurs de référence qu'il faut prendre en compte pour réparer le préjudice ?

871. S'il faut revenir à la situation de l'investisseur avant l'acte dommageable, on doit comparer le cours auquel il acquit les titres et le cours qui devrait exister à l'époque de l'acquisition en l'absence de l'acte dommageable. En revanche, si on prend en compte la situation actuelle de l'investisseur en l'absence de l'acte dommageable, il faut prendre en compte tous les événements liés au dommage qui se sont produits après la commission de l'acte. Par conséquent, il faut se référer au cours de cession. Sachant que d'autres facteurs économiques peuvent influencer le cours indépendamment de la faute, il faut arriver à les isoler.

872. Selon le Professeur Stoffel-Munck, le droit positif donne raison à la seconde approche – celle qui prend en compte les événements postérieurs¹¹⁸⁵. Cette solution s'explique aisément : si on cherche à effacer les conséquences de l'acte dommageable, il faudra aussi effacer ses conséquences futures¹¹⁸⁶. Cependant, lorsque l'acte dommageable précède la décision d'investissement, le retour avant l'acte dommageable conduit à revenir à une situation où la décision n'était pas encore prise. Peut-on alors soutenir que sans l'acte dommageable l'investisseur n'aurait pas passé l'opération ? Une réponse affirmative à cette question conduira au rétablissement de la situation avant l'acte dommageable et le calcul du préjudice en prenant en compte le prix d'acquisition et le prix de cession.

873. Toutefois, la plupart des investisseurs fondent leurs décisions d'investissement sur le prix et pas tant sur une information en particulier¹¹⁸⁷. Par conséquent, les deux valeurs à comparer sont la *valeur d'achat* et la *vraie valeur* du titre en prenant en compte tous les événements ayant un impact sur le cours après l'acte dommageable. Étant donné que le cours se forme par plusieurs facteurs, il est difficile de déterminer quelle partie du cours est effectivement formée par l'acte dommageable. Toutefois, on pourrait, en s'inspirant du droit américain, calculer la vraie valeur en prenant en compte comme valeur de référence un cours moyen (80 jours ou plus) lorsque la cession intervient juste après la rectification d'une information¹¹⁸⁸. Enfin, il faut réserver la situation dans laquelle, l'investisseur cède les titres à perte très peu de

¹¹⁸⁵ P. Stoffel-Munck, op. cité

¹¹⁸⁶ *Id.*

¹¹⁸⁷ V. nos développements en matière de *market mode*, *supra* n° 832

¹¹⁸⁸ V. *supra* n°850

temps après la révélation de l'information, donc il est inutile de calculer un cours moyen. Il serait possible de calculer la perte en comparant tout simplement le prix d'achat et le prix de cession.

874. Enfin, il n'est pas exclu que certains investisseurs prennent leurs décisions d'investissement en fonction des informations disponibles. D'ailleurs, tel peut être le cas des investisseurs à long terme. Ce type de préjudice est appelé par M. Spitz « *préjudice de décision* »¹¹⁸⁹. Il exige la preuve du lien de causalité entre la décision d'investir et la faute. En effet, l'investisseur doit démontrer qu'il n'aurait pas acquis les titres en l'absence par exemple de la diffusion d'une information fausse. Or, cette preuve reste assez difficile à rapporter. Si l'investisseur arrive quand même à prouver le lien causal, il aura droit à la différence entre le prix d'achat et le prix de cession. Cette situation pourrait se rencontrer en cas d'acquisition effectuée par un investisseur ayant déjà des titres du même émetteur et qui suit de près sa situation financière. Tel ne serait pas le cas des investisseurs à court terme qui ne s'intéressent normalement qu'au cours de bourse.

875. En définitive, on peut constater les situations suivantes¹¹⁹⁰ :

- Si l'investisseur acquiert les titres à un cours surévalué mais cède les titres à un cours encore sous l'influence de l'acte dommageable, l'investisseur ne peut pas être indemnisé car il n'existe pas de moins-value et donc il ne peut justifier de préjudice ;
- Si l'acquisition est effectuée après la révélation du délit, l'investisseur ne peut pas prétendre à une indemnisation car il n'existe pas de dommage, car la faute n'a pas provoqué l'acquisition ;
- Si l'investisseur a acquis les titres à cause de la diffusion d'une information fausse ou trompeuse et les a cédés à perte, son préjudice est égal à la différence entre le prix d'achat et le prix de cession. On rétablit l'investisseur dans sa situation avant la prise de la décision d'investissement ;
- Si l'investisseur acquiert des titres à un cours artificiel, son préjudice est égal à la différence entre le prix d'achat et la vraie valeur du titre. À ce stade, il faut faire la distinction entre trois hypothèses différentes :

¹¹⁸⁹ V *supra* n°854

¹¹⁹⁰ Pour des exemples chiffrés, v. l'Annexe à la page 493

- Si l'investisseur cède les titres peu de temps après la révélation de l'acte dommageable, mais à un moment où l'information rectificative est intégrée par le marché, il serait possible de considérer que la valeur de cession correspond à la vraie valeur des titres, telle qu'elle aurait été avant l'acte dommageable ;
- Si la cession intervient à un moment plus éloigné, d'autres éléments peuvent intervenir pour former le cours et il faut les isoler afin de calculer le préjudice réellement subi, il serait possible de prendre comme valeur de référence de la vraie valeur un cours moyen calculé pour une durée de cotation (80 jours ou plus);
- Si le cours chute plus que la vraie valeur des titres telle devrait exister avant l'acte dommageable du fait de la surréaction du marché, il faut indemniser l'investisseur de la différence entre le cours d'acquisition et le cours de cession.

Enfin, il y a une dernière question qu'il faut se poser : L'investisseur subit-il un manque à gagner ?

876. Avant la prise de la décision d'investissement il n'existe pas un processus déjà commencé qui pourrait permettre un gain. Avant la décision d'achat, le gain est seulement espéré, mais reste hypothétique. Par conséquent, l'investisseur n'a pas droit à des dommages et intérêts pour un manque à gagner. Celui-ci s'avère hypothétique au moment de l'achat. *Quid* de la perte de chance ? Avant la décision d'investissement, c'est-à-dire avant l'acte dommageable il n'existe pas une chance dans le patrimoine de l'investisseur. C'est l'acte dommageable qui a déclenché l'investissement. Il est certain qu'après l'acte dommageable il subit un dommage – la prise d'une décision non éclairée. La perte de chance de réaliser un meilleur investissement n'est pas très réelle, car elle n'existait même pas dans son patrimoine avant l'acte dommageable. Si on accepte de l'indemniser, il serait assez délicat de l'évaluer

2. Conservation des titres

877. Il est possible que l'investisseur achète des titres à un cours surévalué sans les céder. Par exemple, il ne cède pas les titres acquis après la diffusion d'une fausse information même après la rectification de l'information. L'investisseur dispose dans son patrimoine de titres qu'il n'aurait pas probablement acquis en l'absence de la manipulation ou il n'aurait pas

acquis aux mêmes conditions. Il ne subit pas pour autant une perte financière, car il n'a pas cédé les titres. Avant d'appliquer la perte de chance, la jurisprudence évaluait différemment le préjudice subi dans cette hypothèse. Examinons maintenant les décisions antérieures et la jurisprudence actuelle. Dans l'affaire *Eurodirect Marketing*¹¹⁹¹ les juges ont refusé d'indemniser le préjudice des investisseurs, qui avaient conservé leurs titres. Selon les juges, l'investisseur a conservé une certaine confiance dans cette société. Il est possible de justifier l'absence d'indemnisation par l'absence même d'un *dommage certain*. En effet, pour les juges, l'investisseur aurait pris la même décision d'achat même en disposant de l'information exacte. Or, l'absence de dommage ne peut pas bien évidemment donner lieu à un préjudice. La même décision a été prise dans l'arrêt *Générale de Fonderie*¹¹⁹². Cependant, dans l'arrêt *Regina Rubens*, les investisseurs qui avaient acquis les titres sans les céder après, ont été indemnisés à hauteur de la différence entre le prix d'achat des titres et leur valeur actuelle. La jurisprudence actuelle ne distingue pas la situation des investisseurs qui conservent leurs titres et ceux qui les cèdent. Le préjudice pour tout le monde est une simple perte de chance¹¹⁹³.

878. Il n'en demeure pas moins qu'en présence d'un dommage certain, c'est-à-dire lorsque l'investisseur a pris une décision d'investissement non éclairée, le préjudice peut être constitué par la présence du seul risque créé par l'acquisition de titres à un prix surévalué. Nous avons déterminé ce préjudice comme un risque de préjudice¹¹⁹⁴. En effet, la jurisprudence accepte d'indemniser la seule crainte de la réalisation du risque¹¹⁹⁵. Lorsqu'il s'agit d'un risque de préjudice patrimonial, la jurisprudence indemnise les frais déjà engagés par la victime pour prévenir la réalisation du risque. Cependant, le préjudice redouté n'est jamais indemnisé en intégralité faute d'être subi réellement. L'investisseur qui achète à un prix surévalué pourrait pourtant être indemnisé au titre du risque créé par l'achat à un cours surévalué. Dès lors, il ne peut pas être calculé comme une perte par rapport à un préjudice hypothétique qui n'est pas encore subi. D'ailleurs, au moment où l'investisseur décidera de céder les titres, le cours aurait évolué. Le préjudice indemnisable est celui créé par la situation de risque d'avoir dans son patrimoine des titres dont la valeur est surévaluée. L'excédent de prix payé pour les titres peut servir de base de calcul du préjudice subi par l'investisseur.

¹¹⁹¹ V. supra n°800

¹¹⁹² Cour d'appel de Paris, Ch. 9, sect. A, 15 Janvier 1992, n° JurisData 1992-020282, confirmé en cassation Cass. Com., 15 mars 1993, n° 92-82263, Publié au bulletin

¹¹⁹³ Cass. Com. 9 mars 2010, déjà cité

¹¹⁹⁴ V. n°800 et s.

¹¹⁹⁵ V. supra n° 149, n°151

879. Cependant, à notre avis il ne faut pas prendre en compte la différence de prix entre l'achat et la valeur actuelle car ce mode de calcul correspond plus à une indemnisation intégrale. La valeur de référence ne devrait pas être la valeur actuelle des titres car celle-ci varie dans le temps et au moment où le juge doit statuer sur le préjudice il n'aura pas de préjudice entièrement consommé en l'absence de cession. En fait, la conservation des titres ne permet pas d'indemniser intégralement l'investisseur en l'absence de moins-value réelle. L'achat de titres à un prix surévalué peut être indemnisé au titre d'un préjudice, situé en amont et distinct du préjudice final, qui sera constitué par le risque de préjudice¹¹⁹⁶. Il doit être calculé par la différence de valeur entre le prix payé et le prix réel des titres au moment de l'achat. Ce calcul nécessite de reconstituer le cours des titres tel qui devrait exister en l'absence de manipulation. La reconstitution peut s'avérer délicate mais elle n'est pas impossible.

880. En outre, il faut aussi envisager la situation de l'investisseur qui reste passif. Par exemple il avait acquis ses titres bien avant la diffusion d'une fausse information et les conserve même après la révélation du caractère faux de cette information. Dans ce cas de figure on peut considérer que l'investisseur n'a pas pu prendre une décision d'investissement qui aurait empêché d'avoir dans son patrimoine des titres dont la valeur suit une tendance baissière.

881. Cependant, dans cette hypothèse la perte éventuelle reste assez hypothétique en l'absence de cession et d'acquisition à un prix surévalué. De même, il n'est pas possible de savoir s'il voulait céder ses titres en cas de baisse du cours. Dans ces conditions, il faut exclure l'indemnisation d'une perte. Dans la décision *Regina Rubens*¹¹⁹⁷, le préjudice des investisseurs, ayant acheté leurs actions avant la publication de la fausse information et qui les avaient conservés, a été calculé à la moitié du prix d'acquisition, alors que ceux qui avaient investi après la diffusion des informations « *en plein cœur des fraudes* » ont été indemnisés de la différence entre le prix d'achat et la valeur de l'action après la publication des informations financières exactes.

882. A notre avis, il est possible de considérer que l'investisseur subit un préjudice si l'information qui devrait être communiquée à la place de l'information fausse diffusée avait un tel caractère que l'investisseur aurait cédé ses titres. Dès lors, on va juste indemniser une perte de chance de prendre une décision d'investissement conforme à ses intérêts. Le calcul

¹¹⁹⁶ V. *supra* n°167 et s.

¹¹⁹⁷ T corr. Paris, 11e ch., 22 janv. 2007, *Regina Rubens*, note de B. Garrigues, RTDF 2007, n° 2, chron. 123 ; Cour d'appel de Paris, Chambre 1, section H, 30 Mai 2006, n° 2005/21197, n° JurisData : 2006-312870

prend alors en compte l'effet potentiel d'une information donnée sur un investisseur normalement raisonnable. Plus l'information était importante, plus l'indemnisation sera élevée.

3. Investissement non adapté

883. Il faut déterminer comment calculer le préjudice lorsque l'investissement proposé à l'investisseur n'est pas adapté à sa situation personnelle et/ou à la composition de son patrimoine. Nous avons déjà examiné le fait qu'un mauvais conseil constitue la motivation même de la prise de la décision d'investissement. En premier lieu, si l'investisseur supporte une perte, celle-ci doit être réparée dans son intégralité. Si par exemple un prestataire a élaboré un montage financier voué à l'échec ou qui a causé une perte du fait de sa mauvaise conception, l'investisseur a le droit d'être indemnisé de la totalité de la perte subie. Le retour en arrière avant l'acte dommageable, nécessite de réparer la perte subie car sans le mauvais conseil celle-ci il n'aurait pas eu lieu. S'agissant du manque à gagner, il serait difficile de le justifier car avant la décision d'investissement aucun processus de réalisation d'un gain n'a été déclenché. La perte de chance peut être constatée dans certaines circonstances. Imaginons que le prestataire a promis un rendement donné qui n'a pas été acquis. La base de calcul de la perte de chance sera le rendement promis. Pour savoir si elle est sérieuse, il faut comparer des investissements similaires.

- Cas spécifique d'un investissement dans des produits/titres non liquides

884. Le développement des financements participatifs et la commercialisation des biens divers posent la question de savoir comment indemniser un investisseur qui a investi dans des produits qu'il ne peut pas céder. Le préjudice peut résulter soit d'une mauvaise présentation du produit¹¹⁹⁸, soit d'une mauvaise évaluation du produit par le professionnel. Bien évidemment le préjudice ne peut pas résulter de la baisse de la valeur de l'actif financier, car la variation de la valeur est un risque normal. Cependant, en cas de faute, il faut rétablir la victime dans sa situation avant la décision d'investissement. Il serait envisageable de restituer tout simplement le capital investi. La restitution est pleinement justifiée lorsque l'investisseur a été trompé sur le caractère liquide du produit. Cette solution est comparable à une résolution

¹¹⁹⁸ Risque très important en matière de *crowdfunding*, car il y a une exemption de publication d'un prospectus (art. L. 411-2, I bis, 2° du CMF)

de la transaction. En contrepartie de la restitution du capital, l'investisseur doit restituer le produit financier ou les titres souscrits. A notre avis, il vaut mieux prévoir la possibilité de restituer le capital investi dans un texte spécial.

Après avoir examiné les modes de calcul du préjudice en cas de faute commise avant la décision d'investissement, il faut s'attacher à la question de savoir comment indemniser le préjudice en cas de faute commise après la décision d'investissement.

B/ Réparation intégrale du préjudice en cas de faute intervient après la décision d'investissement

885. Lorsque la faute intervient après la prise de la décision d'investissement elle peut causer un dommage consistant en l'augmentation du risque de perte et la diminution de la chance de gain. La réalisation du risque de perte justifie l'indemnisation totale de la perte. Le calcul doit prendre en compte la perte totale subie et le manque à gagner. En ce qui concerne la perte, celle-ci peut être subie en raison d'une mauvaise gestion ou de l'inexécution d'un ordre de bourse suivant les indications du donneur d'ordre. L'application de la perte de chance n'est pas justifiée du fait de la certitude du lien causal entre la commission de la faute et le préjudice. Il n'y a pas d'incertitude sur l'origine de la perte. Reconstituer l'environnement de la victime avant l'acte dommageable, c'est-à-dire, reconstituer la situation dans laquelle elle se serait trouvée en l'absence de l'acte dommageable nécessite une reconstitution rétrospective.

886. Lorsque la faute consiste en une mauvaise gestion, il faut savoir quelle aurait été la situation si la faute n'était pas commise. On doit comparer la valeur de l'investissement en titres financiers après l'acte dommageable avec la valeur telle qu'elle devrait être si la faute n'était pas commise, c'est à dire si le portefeuille était géré par un gestionnaire normalement diligent. Il ne faut pas comparer la valeur des titres après la faute avec l'investissement initial car on ne revient pas avant la décision d'investissement, mais avant l'acte dommageable, c'est à dire à un moment où la décision a été déjà prise. Le préjudice sera évalué par un expert si nécessaire.

887. Cette façon de calculer le préjudice a déjà été appliquée par les juges du fond. La Cour d'appel de Paris a précisé, dans un contexte de préjudice subi par un porteur de parts d'Organisme de placement collectif (OPC), que le préjudice qui a pu être causé aux

souscripteurs par le non-respect des règles de composition de l'actif du fonds et des ratios prudentiels, devrait être déterminé sur la base du différentiel entre la situation théorique qui aurait découlé du respect des ratios et la situation réelle du client considéré¹¹⁹⁹. Le préjudice n'est pas égal à la différence de la valeur des parts au moment de la souscription et la valeur des titres actuelle. Il faut donc établir la valeur des titres rétrospectivement.

888. L'incertitude peut concerner le manque à gagner. A la différence du dommage causé par une décision non éclairée, déjà examiné, lorsque l'investisseur subit le dommage d'augmentation de son risque de perte ou de diminution de sa chance de gain, il a déjà pris sa décision d'investissement. Au moment de l'acte dommageable, l'investisseur avait déjà toutes ses chances de réaliser un gain. En d'autres termes, le processus de réalisation d'un gain était déjà déclenché. Afin de rétablir la situation dans laquelle l'investisseur se serait trouvé en l'absence de l'acte dommageable nécessite de prendre en compte le manque à gagner qu'il subit.

889. Cependant, l'impossibilité de connaître à l'avance les arbitrages profitables, limitera l'indemnisation du préjudice. La perte de chance est le préjudice le plus adapté dans cette situation car il s'agit de manque d'opportunité. S'agissant de l'évaluation en cas de mauvaise gestion, il serait possible de prendre comme base du calcul un profit théorique constitué par les résultats de titres similaires à ceux choisis par le gestionnaire.

890. S'agissant du manque à gagner lié à l'inexécution d'un ordre de bourse, il faut comparer quel aurait été le résultat obtenu si l'ordre avait été exécuté correctement. Dans cette hypothèse, le calcul va prendre en compte la comparaison entre les deux situations : celle entraînée par l'acte dommageable et celle qui pourrait être obtenue en l'absence de l'acte dommageable.

Nous avons constaté que le principe d'indemnisation intégrale s'adapte parfaitement à l'indemnisation du préjudice financier. Cependant, dans certaines circonstances particulières, ce principe peut être écarté.

¹¹⁹⁹ CA Paris 3e ch. sect. B, 27 nov. 2008, n° 07/09689, C. V et M. B c/ Selafa MJA ; note Michel Storck, Responsabilité civile d'une société de gestion à l'égard des porteurs de parts de FCP, Bull. Joly Bourse, 1^{er} juillet 2009, n° 4, p. 287

Section 2 La possibilité d'écarter le principe d'indemnisation intégrale en cas de circonstances particulières

891. Selon le doyen Carbonnier la réparation du préjudice a pour but « de faire qu'il semble n'avoir été qu'un rêve¹²⁰⁰ ». Afin de rétablir la situation qui était celle de l'investisseur avant l'acte dommageable, il convient de fixer le montant de l'indemnisation à hauteur de l'entier préjudice¹²⁰¹. En application du principe de la réparation intégrale, l'indemnisation ne peut pas être supérieure ou inférieure au préjudice réellement subi.

892. Il peut arriver que le gain réalisé par le responsable dépasse la réparation allouée à la victime. Le comportement fautif reste alors profitable même en cas d'indemnisation de la victime. Du côté de la victime cette fois, elle peut par sa négligence et même par sa faute, aggraver son propre préjudice. Le traitement de ces situations reste impossible par l'application stricte du principe de la réparation intégrale. En effet, il doit toujours y avoir une équivalence entre le préjudice subi et la réparation accordée. Cependant, ces situations peuvent être traitées par deux mécanismes inconnus du droit français - l'allocation de dommages et intérêts punitifs (*exemplary damages* en droit anglais et *punitive damages* en droit américain) et l'obligation de minimiser le préjudice par le créancier (*duty to mitigate*). Les différents projets de réformes du droit des obligations préconisent l'introduction de ces mécanismes en droit français. Cette possibilité d'intégrer dans le système français *de lege ferenda* les dommages et intérêts punitifs et l'obligation de minimiser son préjudice soulève la question de leur application en matière de préjudice financier. Dès lors, on va étudier successivement le recours possible à des dommages et intérêts punitifs (§1) et la possibilité de limiter les dommages et intérêts (§2).

§1. Le recours possible à des dommages-intérêts punitifs suivant la gravité de la faute

En ce qui concerne le recours à des dommages et intérêts punitifs, on peut constater qu'ils peuvent renforcer l'efficacité des règles (A). Cependant, leur allocation doit être strictement encadrée (B).

¹²⁰⁰ J. Carbonnier, Droit civil, Les obligations, PUF, coll. Quadrige Manuels, 1^{ère} éd. 2004

¹²⁰¹ Y. Chartier, La réparation du préjudice dans la responsabilité civile, Dalloz, 1983 n° 113 p. 1

A/ Le renforcement de l'efficacité des règles

893. Comme leur nom l'indique les dommages et intérêts punitifs ont pour objet de réparer le préjudice et de punir le responsable. Les dommages et intérêts punitifs peuvent constituer un remède approprié afin de prévenir les fautes lucratives « *en raison de leur caractère comminatoire lequel assure le respect scrupuleux des règles légales et contractuelles*¹²⁰² ». L'idée que la responsabilité a non seulement une fonction réparatrice, mais aussi dissuasive et punitive est déjà défendue par la doctrine française. M. Starck avait présenté la responsabilité sous son double aspect de garantie et de peine privée : l'indemnité versée à la victime est destinée à compenser les atteintes à ses intérêts mais joue aussi un rôle quasi pénal puisqu'elle entraîne une condamnation plus lourde sous forme de supplément d'indemnité, censé couvrir les dommages moraux et les pertes économiques¹²⁰³. Plus récemment Madame Carval a mis en avant la capacité normative de la responsabilité civile et sa fonction de peine privée en ce qu'elle punit l'auteur d'une faute au profit exclusif de la victime¹²⁰⁴.

894. Les dommages et intérêts punitifs constituent un moyen de dissuader certaines pratiques que la seule compensation des préjudices causés est incapable de prévenir. Après avoir présenté ces moyens, il faut examiner brièvement les mécanismes juridiques existants et les réformes envisagées en droit français.

1. La possibilité de dissuasion des pratiques préjudiciables

895. L'institution de dommages et intérêts punitifs peut être utile lorsqu'on veut sanctionner un comportement grave ou une faute lucrative. La faute lucrative peut être définie comme une faute qui « *malgré les dommages et intérêts que le responsable est condamné à payer – et qui sont calqués sur le préjudice subi par la victime laissent à leur auteur une marge bénéficiaire pour qu'il n'ait aucune raison de ne pas les commettre*¹²⁰⁵ ». Lorsque les dommages et intérêts payés à la victime sont inférieurs au profit retiré de la commission de la faute, la condamnation du responsable ne suffirait pas à empêcher la commission de la même faute. En cas de faute lucrative on peut procéder de deux manières : soit on confisque tout simplement le

¹²⁰² G. Viney, P. Jourdain, les effets de la responsabilité, op. cité, n°45

¹²⁰³ B. Starck, Essai d'une théorie générale de la responsabilité civile considérée en sa double fonction de garantie et de peine privée, 1947, Rodstein

¹²⁰⁴ S. Carval, La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée, LGDJ, Tome 250

¹²⁰⁵ B. Starck, H. Roland et L. Boyer, Obligation, Responsabilité délictuelle, 6^{ème} éd., Litec, n° 1335

profit réalisé par l'auteur de la faute, soit on va plus loin afin de le sanctionner encore plus lourdement et on fixe des dommages et intérêts qui dépassent le gain réalisé.

896. Pour certains auteurs, la confiscation des profits illicites ne se confond pas avec la répression¹²⁰⁶. La confiscation a pour effet de rétablir le responsable dans la situation dans laquelle il aurait été s'il n'avait pas commis la faute, mais il n'est toujours pas puni¹²⁰⁷. Or, les dommages et intérêts punitifs doivent avoir pour fonction de sanctionner les fautes, même si elles ne sont pas lucratives¹²⁰⁸.

897. Les dommages et intérêts restitutoires et punitifs ont pour objet essentiel de prévenir la commission des actes dommageables¹²⁰⁹. Toutefois, les dommages et intérêts punitifs permettent de sanctionner l'auteur de la faute plus lourdement. Selon les partisans de l'analyse économique du droit, ces mécanismes permettent mieux que le droit français de réduire les coûts sociaux consacrés à l'indemnisation des préjudices. En effet, l'allocation de dommages et intérêts punitifs peut avoir un effet incitatif, susceptible de dissuader des comportements et d'encourager à prendre des précautions¹²¹⁰. La dissuasion des comportements préjudiciables constitue la raison essentielle pour que les dommages et intérêts puissent avoir un avenir en droit français. Quoi qu'il en soit, ces deux mécanismes ne peuvent trouver une application dans l'état de droit actuel, car dans tous les cas ils permettent d'indemniser la victime au-delà du préjudice subi. Leur introduction est déjà prévu par les projets de réforme.

2. Examen des projets de réforme et des régimes existants en droit comparé

898. Les dommages et intérêts punitifs sont nés en Angleterre à la fin du XVIIIe et ils ont prospéré dans plusieurs Etats de common law¹²¹¹. Il est plus intéressant d'observer les systèmes juridiques qui ont intégré les dommages et intérêts punitifs tout en ayant une base de droit continental, « *sur laquelle sont venus se greffer au fil du temps des concepts ou des*

¹²⁰⁶ J. Gasboui, La confiscation des profits illicites, *Revue de la recherche jur.* 2013, n°4, p. 1571

¹²⁰⁷ V. dans le contexte de la contrefaçon C. Maréchal, L'évaluation des dommages-intérêts en matière de contrefaçon, *RTD com.* 2012 p. 245

¹²⁰⁸ G. Viney, L'appréciation du préjudice, *LPA*, 19 mai 2005, n°99, p. 89

¹²⁰⁹ *Id.*

¹²¹⁰ N. Régis, Le préjudice économique des entreprises, cour de cassation, *Bulletin d'information*, 1^{er} mai 2013, accessible à https://www.courdecassation.fr/IMG/pdf/Bicc_781.pdf

¹²¹¹ C. Jauffret-Spinosi, Les dommages et intérêts punitifs dans les systèmes de droit étrangers, *LPA* 20 nov. 2002, p. 8

*institutions empruntés au common law*¹²¹² ». Dans cette optique le droit de l'Etat de Louisiane et le droit québécois donnent un exemple très instructif. Le droit louisianais prévoit la possibilité pour le juge d'attribuer des dommages-intérêts punitifs dans quelques domaines socialement sensibles comme par exemple la protection de la vie privée¹²¹³. Les dommages-intérêts punitifs sont un supplément des dommages et intérêts compensatoires, mais ne peuvent pas être alloués à leur place. Il ne peut pas y avoir de dommages-intérêts punitifs sans dommage réparable et réparé¹²¹⁴. En outre, C'est une simple faculté pour le juge, car la victime ne dispose pas d'un droit à l'allocation de dommages et intérêts punitifs.

899. Le droit québécois prévoit aussi des dommages et intérêts punitifs. Leur allocation doit être autorisée par un texte spécial. À ce jour, plus d'une vingtaine de lois québécoises reconnaissent la possibilité d'une condamnation au paiement de dommages punitifs. Cependant, ce type de dommages et intérêts ne fait pas partie du droit commun et reste exceptionnel¹²¹⁵. Ceux-ci ne peuvent excéder, en valeur, « ce qui est suffisant pour assurer leur fonction préventive ». Les dommages et intérêts punitifs s'apprécient en tenant compte de toutes les circonstances appropriées, notamment de la gravité de la faute du débiteur, de sa situation patrimoniale ou de l'étendue de la réparation à laquelle il est déjà tenu¹²¹⁶.

900. En ce qui concerne spécifiquement le droit financier, le droit américain prévoit l'indemnisation des « actual damages »¹²¹⁷. Les juges ont considéré que le terme d'« actual damages » ne permet que l'allocation de dommages et intérêts compensatoires et ont fermé la voie des dommages et intérêts punitifs pour toutes les actions fondées sur l'article 10b-5 de Securities and Exchange Act. Cependant, malgré une jurisprudence constante en ce sens, il est possible de constater quelques décisions de première instance ayant accordé des dommages et intérêts punitifs¹²¹⁸.

¹²¹² F-X. Licari, I La Louisiane et les dommages-intérêts punitifs : un modèle pour l'Europe, continentale ? Revue Lamy Droit des Affaires – 2013, n° 85, Colloque La circulation des « punitive damages » Institut François Génys – IDIC Université de Lorraine, 24 mai 2013

¹²¹³ *Id.*

¹²¹⁴ *Ibid.*

¹²¹⁵ Béliveau St-Jacques c. Fédération des employées et employés de services publics Inc., [1996] 2 R.C.S. 345 (par. 20)

¹²¹⁶ V. Article 1621 alinéa 1 du Code Civil québécois : « Lorsque la loi prévoit l'attribution de dommages et intérêts punitifs, ceux-ci ne peuvent excéder, en valeur, ce qui est suffisant pour assurer leur fonction préventive »

¹²¹⁷ Section 28(a), 15 U.S. Code § 78bb

¹²¹⁸ Weiskopf, Nicholas R. (2012) "Remedies Under Rule 10b-5," op. cite, spéc. P. 746 et 747

901. Il faut ajouter que la doctrine américaine est aussi hostile à la possibilité d'accorder des dommages et intérêts punitifs en cas de délit boursier¹²¹⁹. Cependant, la restitution à l'investisseur des gains réalisés par le responsable (*restitution*) a déjà été accordée par la Cour Suprême¹²²⁰.

902. Les dommages et intérêts punitifs émergent dans les différents projets de réforme du droit des obligations qui prévoient leur introduction dans le système français. Le projet Catala et le projet Terré prévoient tous les deux la possibilité d'écarter le principe d'indemnisation intégrale. Cependant, la nature des dommages et intérêts n'est pas la même dans ces deux projets¹²²¹. Alors que le projet Terré ne prévoit que des dommages et intérêts restitutoires, le projet Catala prévoit l'introduction dans le Code civil des dommages et intérêts punitifs. Le projet Terré prévoit dans son article 54 que l'auteur d'une faute intentionnelle lucrative peut être obligé par le juge à restituer à la victime le profit qu'il en a retiré, plutôt que l'équivalent de la perte subie par celle-ci. Le projet Catala est plus audacieux¹²²² puisqu'il admet dans son article 1371 que *"l'auteur d'une faute manifestement délibérée, et notamment d'une faute lucrative, peut être condamné, outre les dommages et intérêts compensatoires, à des dommages et intérêts punitifs dont le juge a la faculté de faire bénéficier pour une part le trésor public."* Ce n'est pas le choix opéré par le législateur. L'avant-projet de loi de 2016 prévoit la sanction d'une faute lucrative lourde. La sanction doit prendre en compte la gravité de la faute, les facultés contributives de son auteur ou le profit réalisé. Cependant, l'article 1266 de l'avant-projet loi ne prévoit pas le paiement de dommages et intérêts, mais la condamnation de l'auteur de la faute à une amende civile. Or, cette amende, comme son nom l'indique, ne sera pas versée à la victime, mais affectée au financement d'un fonds d'indemnisation en lien avec la nature du dommage subi ou, à défaut, au Trésor public. Toutefois, certaines circonstances en droit financier justifieraient l'allocation de dommages et intérêts à la victime.

903. Ce type de dommages et intérêts ont selon le Professeur Mazeaud, une coloration économique, dans la mesure où ils sont susceptibles de procurer à la victime un avantage

¹²¹⁹ Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, "Optimal Damages in Securities Cases," 52 University of Chicago Law Review 611 (1985), p. 643

¹²²⁰ Ronald B. Lee, The Measure of Damages Under Section 10(b) and Rule 10b-5, 46 Md. L. Rev. 1266 (1987), spec. p. 1284 citant *Affiliated Ute*

¹²²¹ D. Mazeaud, Les projets français de réforme du droit de la responsabilité civile, LPA, 13 mars 2014, n°52, 8

¹²²² *Id.*

économique que de simples dommages et intérêts compensatoires évalués par le juge ne lui apporteraient point¹²²³. C'est l'une des raisons d'encadrer ce type d'indemnisation.

B/ L'encadrement des dommages et intérêts punitifs

904. Plusieurs raisons peuvent justifier l'encadrement des dommages et intérêts punitifs si un jour ceux-ci sont introduits dans le système français. En premier lieu, le fait d'accorder une indemnisation supérieure au préjudice réellement subi « peut institutionnaliser un « véritable enrichissement sans cause » de la victime¹²²⁴. Certains auteurs proposent de verser l'indemnisation à un Fonds spécial (Fonds général d'indemnisation) afin d'éviter l'enrichissement de la victime¹²²⁵. Accorder une indemnisation supérieure aux victimes peut certes avoir pour but d'empêcher des fautes lucratives, mais peut avoir pour effet de provoquer des *actions lucratives*¹²²⁶.

905. En outre, si le principe selon lequel le juge civil répare et le juge pénal punit peut connaître des infléchissements¹²²⁷, il ne faut pas oublier que le procès pénal donne des garanties spéciales aux prévenus. Les propositions d'introduire des dommages et intérêts punitifs « *doivent être analysées avec une prudence [...] car elles permettent de s'engager dans une voie répressive sans que les garanties offertes par les principes entourant le droit répressif - au premier rang desquels celui de la légalité criminelle - ne soient respectées*¹²²⁸ ».

906. Enfin, si on permet au juge civil de punir le responsable à des dommages et intérêts punitifs cela peut aboutir à une double sanction. En droit financier, la commission d'une faute peut être sanctionnée par le juge pénal ou par les autorités de régulation. Tel est le cas notamment du manquement d'initié, de la manipulation de cours et la diffusion d'informations fausses ou trompeuses qui constituent aussi des délits pénaux. La règle *non bis in idem* qui interdit de sanctionner deux fois le même comportement n'empêchait pas jusqu'à très récemment le cumul de poursuites administratives et pénales. La Cour européenne des

¹²²³ *Ibid.*

¹²²⁴ R. Saint-Esteben, « Pour ou contre les dommages et intérêts punitifs », Petites Affiches, 20 janvier 2005, n°14, p. 53

¹²²⁵ P. Le Tourneau, Dalloz action Droit de la responsabilité et des contrats, op. cité, n° 45

¹²²⁶ V. D. Dechenaud, Les concours de responsabilité civile et de responsabilité pénale, RCA n° 2, Février 2012, dossier 5

¹²²⁷ V. l'art. 131-8-1 du Code pénal qui prévoit la possibilité d'une sanction-réparation à la place ou en même temps que la peine d'emprisonnement, décidée par le juge.

¹²²⁸ V. D. Dechenaud, op. cité

droits de l'Homme (CEDH) a dans son arrêt *Grande Stevens c/ Italie* du 4 mars 2014¹²²⁹, remis en cause le double système de répression existant en droit boursier italien. En se basant sur la règle *non bis in idem*, la CEDH a jugé que les mêmes faits ne peuvent pas être poursuivis deux fois et qu'une sanction définitive, soit sur le plan administratif soit sur le plan pénal, doit interrompre une deuxième action. Or, le système italien est très proche du système français et par conséquent l'existence des doubles peines en droit français a été remise en cause également. D'ailleurs, dans sa décision du 18 mars 2015, le Conseil constitutionnel a déclaré inconstitutionnelles les dispositions du Code monétaire et financier qui prévoient le cumul de poursuites et de sanctions par les juridictions pénales et par la Commission des sanctions de l'AMF. Désormais, il est impossible de cumuler les sanctions pénales et administratives. On peut légitimement se poser la question de savoir si la condamnation à des dommages et intérêts punitifs ne serait constituée une peine qui va se doubler avec une sanction pénale ou administrative.

907. Toutes ces raisons nous amènent à considérer qu'il faut encadrer strictement les éventuels dommages et intérêts punitifs en droit financier. Cet encadrement peut être réalisé de deux manières – d'une part, il serait possible de circonscrire le domaine d'application, et d'autre part, de limiter leur montant.

1. L'encadrement du domaine d'application

908. Le législateur se montre favorable à l'introduction des dommages et intérêts punitifs dans le droit français¹²³⁰. Cependant, à l'instar du droit québécois il vaut mieux réserver ceux-ci à des préjudices spéciaux. Les domaines de prédilection semblent être le droit de la concurrence, le droit de l'environnement et le droit de la consommation¹²³¹. En outre, selon certains auteurs les dommages et intérêts punitifs doivent être accordés en cas de faute lucrative¹²³².

Quid du droit financier ?

¹²²⁹ CEDH, 4 mars 2014, affaire GRANDE STEVENS ET AUTRES c. Italie, Requêtes n° 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10 et 18698/10

¹²³⁰ V. Sénat, Rapport d'information n° 558 (2008-2009), Responsabilité civile : des évolutions nécessaires, Recommandation n°24 : « *Autoriser les dommages et intérêts punitifs en cas de fautes lucratives dans certains contentieux spécialisés, versés par priorité à la victime et, pour une part définie par le juge, à un fonds d'indemnisation ou, à défaut, au Trésor public, et dont le montant serait fixé en fonction de celui des dommages et intérêts compensatoires.* », accessible à <http://www.senat.fr/rap/r08-558/r08-55825.html>

¹²³¹ *Id.*

¹²³² G. Viney, *L'appréciation du préjudice*, op. cité

909. A notre avis, l'introduction de dommages et intérêts punitifs en droit financier serait incapable de dissuader des comportements illicites. Le Code monétaire et financier prévoit déjà que l'amende qui ne peut pas être inférieure au profit réalisé¹²³³. En cas de délit boursier, le droit pénal financier prévoit déjà la confiscation du profit réalisé. A notre avis, prévoir en plus de l'amende une sanction civile pour le même montant, serait contraire au principe *non bis in idem*. En revanche, il peut être judicieux de prévoir une amende plancher lorsque le responsable a réalisé une économie et pas un gain dans le cadre d'une opération d'initié.

- *De lege ferenda*

910. A notre avis, l'allocation des profits réalisés par le responsable en cas de faute lucrative peut être accordée à l'investisseur lorsque le retour à la situation qui aurait été la sienne s'avère assez délicate. On songe à deux cas de figure qui mettent l'investisseur dans une situation où il est difficile de rétablir le *statu quo anté*.

911. La première situation est celle dans laquelle le responsable commet un concours d'infractions. Par exemple, le responsable a diffusé des informations trompeuses et a commis un délit d'initié. Or, il a été déjà démontré que l'initié n'a pas un devoir d'informer la victime avant d'agir, il doit juste s'abstenir de réaliser une opération d'initié. Dans le cas de diffusion d'informations fausses ou trompeuses cependant, l'initié a non seulement entraîné une opération qui n'aurait pas été réalisée en l'absence de la diffusion, mais il en a en plus profité. Dans ce cas, il est possible de prévoir une distribution du profit réalisé à la victime et s'il y a plusieurs victimes de prévoir une répartition du profit réalisé par l'initié au pro rata des titres possédés par les victimes-investisseurs. Il va s'agir donc de dommages et intérêts restitutoires. On peut trouver une justification de cette réparation dans le fait que certains des investisseurs pourraient servir de contrepartie de l'opération de l'initié. Du coup, la perte ou le gain manqué est subi à cause du gain et/ou l'économie réalisés par l'initié.

912. La deuxième situation peut être celle d'un investisseur qui n'a pas été correctement informé, mis en garde ou qui n'a pas reçu des informations nécessaires prévues par la réglementation (*cf.* Absence de rapports annuels ou informations erronées dans ceux-ci). Il a été examiné que dans ce cas de figure, sauf à imputer la perte financière au manquement, il est assez délicat de prouver le lien entre le préjudice financier et la faute. Le préjudice découle de

¹²³³ Art. L 465-1 du CMF : « Est puni 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 ... ». La même sanction est prévue pour le délit d'initié et les manipulations – art. L. 465-2 et L. 465-2-1 du CMF

la privation de la possibilité d'agir de manière éclairée et il est dans la plupart des cas purement moral. Il serait envisageable de prévoir une possibilité d'accorder les profits réalisés par le responsable au lieu/ ou en plus de l'indemnisation du préjudice moral. Les profits réalisés peuvent être constitués par les divers frais payés par l'investisseur, par exemple les frais de gestion. Or, les frais de gestion d'un OPC peuvent être parfois considérables. En contrepartie de ces frais, l'investisseur a le droit d'être correctement informé. La restitution des frais payés constitue en quelque sorte une privation des profits réalisés par le responsable. En outre, si on veut aller plus loin pour sanctionner la violation de la réglementation par le prestataire, on pourrait prévoir des intérêts punitifs.

Cet encadrement du domaine des dommages et intérêts punitifs et restitutoires doit être accompagnée de la limitation de leur montant.

2. L'encadrement du montant

913. Aux États-Unis les actions en responsabilité sont très souvent intentées par plusieurs victimes, organisées en groupe pour exercer une class action. Dans plusieurs affaires la Cour Suprême des États-Unis a approuvé l'allocation de dommages et intérêts punitifs dans le cadre d'une *class action*. Or, même si pour certains auteurs, dans toutes les hypothèses, l'allocation a été justifiée par des circonstances particulières¹²³⁴, afin d'éviter les dérives la jurisprudence américaine a imposé le respect des ratios entre les dommages et intérêts punitifs et les dommages et intérêts compensatoires¹²³⁵.

914. On peut constater qu'un moyen très simple d'éviter les dérives, c'est de prévoir juste la possibilité de distribuer aux victimes des profits illicites réalisés. Dans les deux hypothèses envisagées précédemment, à savoir le cumul de délits ou manquements boursiers et le manquement à l'obligation d'information ou de mise en garde, il est en outre possible de considérer que l'allocation des profits réalisés ne s'éloigne pas beaucoup de la perte réelle subie par l'investisseur. Si en revanche, on autorise les dommages et intérêts punitifs, il serait possible de prévoir comme c'est le cas en droit américain, un plancher calculé en fonction des

¹²³⁴ V. McGovern, Francis E., Punitive Damages and Class Actions, 70 La. L. Rev. 435 (2009-2010), spéc. p. 445. L'auteur considère que plusieurs facteurs ont pu justifier l'allocation de dommages et intérêts punitifs pour la masse : le but était la dissuasion du comportement fautif; les dommages-intérêts compensatoires pour les blessures étaient insuffisants; le comportement fautif a été jugé répréhensible.

¹²³⁵ State Farm Mutual Automobile Insurance Co. v. Campbell, 538 U.S. 408 (2003)

dommages et intérêts compensatoires – par exemple 1/3 ou 1/4 des dommages et intérêts compensatoires peut être ajouté à l'indemnisation à titre de dommages et intérêts punitifs.

§2. La limitation possible de l'indemnisation de la victime

915. L'obligation du créancier de minimiser son propre préjudice existe dans plusieurs pays européens. Cette obligation, connue comme mitigation, n'est pas le seul mécanisme permettant de diminuer le montant des dommages et intérêts. Avant d'examiner l'introduction possible de l'obligation de modérer son préjudice en droit français (B), il faut examiner les limitations possibles de l'indemnisation déjà existants en droit français (A).

A/ Les mécanismes existants en droit français

916. Le principe de l'intégration intégrale commande de replacer la victime avant le fait dommageable et d'effacer toutes les conséquences du dommage qui se sont produites après celui-ci. Au moment où le juge statue il faut prendre en compte tous les « *éléments constitutifs du dommage* »¹²³⁶. Dans cette perspective il faut tenir compte de la faute de la victime qui a concouru à son propre préjudice. En outre, si on tient compte des conséquences néfastes qui aggravent la situation de la victime, il faut aussi prendre en compte les événements qui améliorent sa situation.

1. La prise en compte d'événements postérieurs au dommage

917. Le Professeur Stoffel-Munck a observé que pour l'évaluation du préjudice économique il faut tenir compte de toutes les conséquences profitables pour la victime qui se sont produites en raison de la commission de l'acte dommageable : « ... *il n'y a pas lieu de tenir seulement compte de toutes les conséquences néfastes du fait dommageable. Il faudrait aussi considérer ses conséquences profitables pour la victime et les décompter de l'évaluation globale du préjudice, dans la mesure, du moins, où elles n'auraient pu se réaliser au profit de la victime si le mal n'avait pas eu lieu* »¹²³⁷.

¹²³⁶ Y. Chartier, La date d'évaluation du préjudice, *op. déjà cité*

¹²³⁷ P. Stoffel-Munck, Le préjudice économique : propos introductifs, *op. cité*

918. Le souci d'éviter un enrichissement pour la victime constitue une simple application du principe d'indemnisation intégrale¹²³⁸. Entre la survenance du dommage et la décision du juge plusieurs événements pourraient modifier la situation de la victime, soit en l'aggravant, soit en l'améliorant. Nous avons déjà observé que le juge évalue le préjudice par rapport à la situation actuelle de la victime, c'est à dire en prenant en compte les événements qui se sont produits après la survenance du dommage. En effet, des événements postérieurs au dommage peuvent modifier à la baisse le montant du préjudice subi. Ainsi, en matière contractuelle, la jurisprudence évalue le dommage au jour du jugement définitif en prenant en compte la situation actuelle de la victime non pas au moment de l'inexécution du contrat mais au jour du jugement¹²³⁹. La Cour de cassation accepte que la signature d'un nouveau contrat juste après une résolution du contrat inexécuté empêche l'allocation de dommages et intérêts¹²⁴⁰. Dans ce cas les profits qui seront tirés du nouveau contrat compensent le préjudice résultant du manque à gagner. Cependant cette situation ne prive pas le contractant de demander la réparation d'un dommage spécifique lié à la résolution du contrat¹²⁴¹. Dans le domaine de la responsabilité délictuelle, la jurisprudence prend en compte les éléments qui augmentent mais aussi qui diminuent le montant de l'indemnisation¹²⁴². On retrouve dans les décisions de la Cour de cassation la formule suivante : « *les dommages et intérêts alloués à une victime doivent réparer le préjudice subi sans qu'il en résulte pour elle ni perte ni profit*¹²⁴³ ».

919. Si l'idée c'est de placer la victime dans la situation dans laquelle elle se serait trouvée si l'acte dommageable n'avait pas eu lieu, il faut logiquement déduire le profit qui pourrait éventuellement suivre l'acte dommageable. Ce profit peut compenser complètement ou en partie le préjudice subi. Tel est le cas par exemple si en cas d'acquisition de titres à un cours surévalué suivie d'une cession à un cours aussi élevé ou même plus élevé¹²⁴⁴. Cette solution peut paraître de prime abord injuste dans la mesure où l'acte dommageable reste impuni, cependant le principe d'indemnisation intégrale empêche l'enrichissement de la victime.

920. Par exemple, on peut imaginer l'hypothèse dans laquelle, le montant de l'indemnisation peut être diminué en raison non pas de la réalisation d'un profit, mais d'une économie. Tel

¹²³⁸ F. Terré, P. Simpler, Y. Lequette, op. cité, n° 580

¹²³⁹ Cass. Com. 2 nov. 1993, n° de pourvoi 91-14673, D. 1994, p.212, obs. P. DELEBECQUE

¹²⁴⁰ Cass.Com, 6 mai 1981, n° de pourvoi 79-14180

¹²⁴¹ Même arrêt

¹²⁴² P. Stoffel-Munck, Le préjudice économique : propos introductifs, Journal des sociétés, n°44, Juin 2007, p.22

¹²⁴³ V. en dernier lieu Cass. 2^{ème} civ. 5 février 2015, n°13-22087 ; Cass. 2^{ème} civ. 23 janvier 2003, Cass. 2^{ème} Civ. 5 juillet 2001, n° 99-18712

¹²⁴⁴ V. *supra* n°366

peut être le cas d'une opération à but de défiscalisation¹²⁴⁵. L'économie d'impôt réalisée en raison d'un investissement à la base préjudiciable doit être déduite du montant des dommages et intérêts afin de remettre la victime dans la situation qui aurait été la sienne en l'absence de l'acte dommageable. Dans ce cas, il faut indemniser la victime, mais aussi enlever l'avantage fiscal réalisé grâce à l'opération préjudiciable.

2. La prise en compte de la faute de la victime

921. La faute de la victime constitue une cause d'exonération partielle pour l'auteur de l'acte dommageable¹²⁴⁶. Lorsque la faute de la victime a concouru à la production du dommage, son indemnisation doit être diminuée à due concurrence.

- *Prise de risque déraisonnable et aggravation de la situation*

922. Il est possible que l'investisseur soit à l'origine d'une aggravation de son propre préjudice. La Cour de cassation a jugé qu'un investisseur qui a imprudemment continué d'investir dans des warrants afin d'essayer de compenser les pertes déjà constatées, a commis une faute¹²⁴⁷. Cette faute a pour conséquence de limiter le montant de son indemnisation car il y a en effet un partage de responsabilité entre l'investisseur et l'auteur de la faute.

- *Absence de communication d'une information*

923. Il est possible que le conseil en investissement prévoie l'adaptation dans le temps du conseil fourni¹²⁴⁸. L'investisseur qui ne communique pas une information liée au changement de sa situation personnelle serait à l'origine de l'absence d'adaptation du conseil en investissement qui est fourni. Dans le cas où un conseiller a une obligation d'adaptation du conseil dans le temps il doit s'enquérir de la situation de l'investisseur mais cette obligation doit être normalement exécutée à un moment précis, par exemple tous les six mois ou annuellement. On peut imaginer qu'un changement se produit en dehors de cette période et l'investisseur n'informe pas le conseiller. Dans ce cas l'investisseur ne pourrait pas opposer

¹²⁴⁵ V. Cass.Com. 23 septembre 2014, n° 13-22763 (4^{ème} branche du moyen)

¹²⁴⁶ Jurisprudence constante, v. Cass. Civ. 2^{ème}, 11 février 1976,

¹²⁴⁷ Cass. Com. 4 novembre 2014, n° 13-24196 : « M. X... a pris des risques déraisonnables en investissant aussi massivement sur le marché des warrants et qu'il a été particulièrement imprudent en cherchant à compenser les pertes subies par des investissements de plus en plus importants, qui n'ont fait qu'aggraver la situation débitrice de son compte ; que de ces constatations, faisant ressortir que M. X... avait eu un comportement fautif ayant contribué à la réalisation de son propre préjudice ».

¹²⁴⁸ Ce qui est prévu dans le nouvel art. 24, point 4, a), iii de la Directive 2014/65/UE MIF 2

l'absence d'adaptation du conseil car il commet une faute qui sera à l'origine de son préjudice.

3. Immixtion dans la gestion de portefeuille-titres

924. L'investisseur peut très bien choisir de gérer lui-même son portefeuille-titres ou donner un mandat à un gestionnaire de portefeuille. Dans le premier cas, le client est pleinement responsable de sa gestion, dans le second le gestionnaire sera responsable en cas de mauvaise gestion. Toutefois, le gestionnaire peut être exonéré partiellement en cas d'immixtion dans la gestion par le client¹²⁴⁹. Le partage de responsabilité nécessite la preuve de l'ingérence du client dans la gestion¹²⁵⁰.

Dans toutes ces hypothèses, l'investisseur peut se voir opposer sa faute qui aura pour effet de limiter le montant de son indemnisation. Il faut voir maintenant que le montant des dommages et intérêts pourrait être réduit en cas d'absence de modération du préjudice par l'investisseur.

B/ Limitation possible par l'introduction de l'obligation de modérer son préjudice

925. Il n'existe pas en droit français un devoir général pour la victime de minimiser son préjudice¹²⁵¹. Or, il arrive qu'après le déclenchement du processus dommageable une réaction de la part de la victime pourrait réduire l'ampleur du préjudice ou éviter une aggravation¹²⁵². Le droit français ne limite l'indemnisation qu'en cas de faute de la victime qui contribue à la production du dommage ou à son aggravation¹²⁵³. La Cour de cassation a jugé dans deux arrêts que « *la victime n'est pas tenue de limiter son préjudice dans l'intérêt du responsable* » et a cassé d'une part l'arrêt qui avait limité les dommages et intérêts et d'autre part, l'arrêt qui avait écarté la responsabilité au motif que la victime n'avait pas réduit les conséquences de

¹²⁴⁹ CA Paris, 30 mai 1994 : JurisData n° 1994-022887 ; Dr. sociétés 1995, comm. 46, note H. Hovasse

¹²⁵⁰ JCl. Banque Crédit Bourse, Fasc. 2210 : SOCIÉTÉS DE GESTION DE PORTEFEUILLE, n° 93

¹²⁵¹ V. Cependant v. en matière d'assurance maritime l'art. L. 172-23 du Code des assurances. : « *L'assuré doit contribuer au sauvetage des objets assurés et prendre toutes mesures conservatoires de ses droits contre les tiers responsables. Il est responsable envers l'assureur du dommage causé par l'inexécution de cette obligation résultant de sa faute ou de sa négligence.* »

¹²⁵² G. Viney, P. Jourdain, op. cité, n° 59-1

¹²⁵³ V. G. Viney, L'appréciation du préjudice, op. déjà cité ; A. Laude, L'obligation de minimiser son propre dommage existe-t-elle en droit français ?, PA 20 novembre 2002, n° 232, p. 55

son dommage¹²⁵⁴. Selon la doctrine cependant, cette jurisprudence peut s'expliquer par la volonté de la Cour de cassation d'assurer la réparation des dommages corporels¹²⁵⁵. En effet, dans l'une des espèces il s'agissait d'un refus de soins considéré par le responsable comme l'une des causes du dommage corporel. La Cour de cassation a refusé toute réduction de l'indemnité du fait du refus de soins.

926. La formule péremptoire selon laquelle que « la victime n'est pas tenue de limiter son préjudice dans l'intérêt du responsable » peut être comprise comme une «*invitation au législateur d'intervenir sur ce principe, dont la création dépasse sans doute le rôle normal du juge*¹²⁵⁶». On peut observer que les projets de réforme prévoient une obligation pour la victime de minimiser son propre préjudice.

1. L'examen du droit comparé et des projets de réforme

927. Le « *duty to mitigate*¹²⁵⁷ », c'est-à-dire l'obligation de minimiser son préjudice, a été introduite par le droit anglo-saxon. Cette obligation a été admise par la suite dans plusieurs États de tradition civiliste comme la Belgique, l'Allemagne, l'Italie, la Grèce et le Québec¹²⁵⁸.

928. En matière contractuelle, la mitigation ou l'obligation de minimiser est reconnue comme un principe de la *lex mercatoria internationalis* et appliquée par les arbitres internationaux. Elle est prévue par la Convention de Vienne du 10 avril 1980 sur la vente internationale de marchandises dans son article 77 qui impose au créancier de prendre des mesures raisonnables pour limiter sa perte ou son manque à gagner¹²⁵⁹. Elle est également prévue par les Principes d'Unidroit 2010, relatifs aux contrats de commerce international (art 7.4.8.1°) qui s'appliquent aux contrats du commerce international lorsque les parties l'ont décidé. Les Principes du droit

¹²⁵⁴ Cass. Civ. 2^{ème}, 19 juin 2003, n° 00-22.302 et 01-13.289 ; D. 2003. 2326, note J.-P. Chazal

¹²⁵⁵ V. G. Viney, L'appréciation du préjudice, op. cit., V. aussi Ph. Stoffel-Munck, JCP G, 2008. I. 186, n°2, qui estime qu'il faudrait cantonner cette jurisprudence aux dommages corporels

¹²⁵⁶ P. Le Touneau, op. cit., n° 48 ; Le Groupe de travail de la Cour de cassation sur l'avant-projet de réforme du droit des obligations et de la prescription a estimé que le devoir de modérer le dommage « est fort opportunément proposé par l'avant-projet Catala », v. rapport du groupe de travail publié en 2007 sur le site internet de la Cour de cassation, n°10, O. Deshayes, L'introduction de l'obligation de modérer son dommage en matière contractuelle – Rapport français, RDC, 1^{er} juillet 2010, n°3, p. 1139

¹²⁵⁷ V. Perruchot-Triboulet, Regards croisés sur les principes du Droit européen du contrat et sur le Droit français, sous la dir. C. PRIETO, Presse Universitaire d'Aix-Marseille, p. 530

¹²⁵⁸ *Id.*

¹²⁵⁹ L'art. 77 : « La partie qui invoque la contravention doit prendre les mesures raisonnables, eu égard aux circonstances, pour limiter la perte, y compris le gain manqué, résultant de la contravention. Si elle néglige de le faire, la partie en défaut peut demander une réduction des dommages-intérêts égale au montant de la perte qui aurait dû être évitée »

européen du contrat, constitués par un rassemblement de règles ayant pour objet de refléter une harmonisation européenne des règles du droit des contrats, prévoient aussi à l'article 10.505 une obligation de minimiser le préjudice. Le texte prévoit que le débiteur n'est pas tenu d'indemniser le créancier « *si ce dernier aurait pu réduire son préjudice en prenant des mesures raisonnables* »¹²⁶⁰. Le créancier a droit au remboursement de tous les frais qu'il a exposés en essayant de réduire son préjudice. Ces principes de droit européen n'ont aucune force obligatoire.

929. L'obligation de minimiser le préjudice figure aussi dans le projet Terré prévoyant des dommages et intérêts réduits lorsque le créancier « *n'a point pris les mesures sûres et raisonnables, propres à éviter, à modérer ou à supprimer son préjudice*¹²⁶¹ ». Ce projet prévoit aussi que le créancier sera remboursé de tous les frais raisonnablement engagés. S'agissant du projet Catala, il prévoit une réduction de l'indemnisation en matière délictuelle. L'article 1373 du projet prévoit que « *lorsque la victime avait la possibilité, par des moyens sûrs, raisonnables et proportionnés, de réduire*¹²⁶² *l'étendue de son préjudice ou d'en éviter l'aggravation, il sera tenu compte de son abstention par une réduction de son indemnisation, sauf lorsque les mesures seraient de nature à porter atteinte à son intégrité physique* ». L'avant-projet de loi de 2016 prévoit l'introduction de l'obligation de prendre des mesures « *sûres et raisonnables, notamment au regard de ses facultés contributives, propres à éviter l'aggravation de son préjudice* ». La réforme prévoit ainsi une obligation de minimiser l'aggravation de son préjudice en matière contractuelle.

L'introduction possible¹²⁶³ de l'obligation de minimiser son préjudice en droit français soulève la question de savoir quelle serait son application en matière de préjudice financier¹²⁶⁴.

¹²⁶⁰ V. Les principes du droit européen du contrat, site internet de la Société de législation comparée, accessible à http://www.legiscompare.fr/site-web/IMG/pdf/Textes_proposes_synthese.pdf

¹²⁶¹ F. Terré (dir.), Pour une réforme du Droit des contrats, Dalloz, 2009, art 121, al. 2

¹²⁶² V. pour une critique de l'utilisation du terme « *réduire* » P. Le Tourneau, op. cité, n° 48

¹²⁶³ Le rapport d'information rédigé au nom de la commission des lois au Sénat, consacré à la réforme de la responsabilité civile, préconise l'introduction d'une obligation pour la victime de modérer aussi bien en matière contractuelle que délictuelle, en réservant cependant le cas des dommages corporels, v. site internet du Sénat, recomm. N° 20

¹²⁶⁴ L'ordonnance de réforme du 10 février 2016 ne modifie pas le droit positif puisqu'elle ne traite pas le régime du droit de la responsabilité.

2. Quelle modération pour le préjudice financier ?

930. L'introduction de la minimisation du préjudice peut avoir plusieurs conséquences pour l'investisseur suivant le sens que l'on veut donner à cette obligation¹²⁶⁵. L'une des conséquences, serait la réduction ou l'exclusion des dommages et intérêts lorsque la victime pourrait par les moyens raisonnables éviter l'aggravation de son préjudice en matière d'appel en couverture (a). En outre, l'indemnisation pourrait intervenir en cas d'inaction après la réception d'avis d'opéré (b). Enfin, il faut se poser la question de savoir s'il serait possible d'obliger le créancier d'accepter une offre d'indemnisation en nature (c).

a) L'indulgence actuelle en cas d'absence de couverture et la possibilité de limiter l'indemnisation

931. L'article Article 516-5 du Règlement général de l'AMF prévoit que lorsque le donneur d'ordre n'a pas, dans le délai requis, constitué ou complété la couverture ou rempli les engagements résultant de l'ordre exécuté pour son compte, le prestataire de services d'investissement procède à la liquidation partielle ou totale de ses engagements ou positions¹²⁶⁶. Au regard de la nécessité de constituer une couverture avant la passation d'un ordre à règlement ou livraison différés, la question qui se pose est de savoir si le donneur d'ordre qui ne constitue pas une couverture commet une faute.

932. On peut constater une certaine sévérité de la jurisprudence envers les prestataires de services d'investissement. La Cour de cassation a cassé un arrêt de la cour d'appel qui avait partiellement exonéré un prestataire ayant omis de liquider d'office les positions de son client¹²⁶⁷. Or, le client avait reporté la liquidation de ses positions malgré les lettres recommandées par lesquelles le prestataire lui demandait de couvrir le débit de son compte. Le client avait délibérément choisi de reporter la liquidation de ses positions dans l'attente d'une conjoncture boursière plus favorable. La Cour de cassation a jugé que la faute imputée à l'investisseur « *n'aurait pu être commise en l'absence de celle de la société Dubus [le PSI]* ». Selon un auteur, l'idée sous-jacente réside dans le fait que le PSI ne peut pas écarter

¹²⁶⁵ V. O. Deshayes, L'introduction de l'obligation de modérer son dommage en matière contractuelle – Rapport français, op. cité

¹²⁶⁶ V. sur la constitution de couverture *supra* n°596

¹²⁶⁷ V. Cass. Com. 26 juin 2012, n° 11-11450, Publié au Bull., D. 2013 p. 906, X. Delpech ; JCP E 2012, n° 1486, note T. Bonneau ; Banque et Droit 2012. 33, obs. H. de Vauplane ; Bull. Joly Bourse 2012. 421, note L. Ruet

l'application d'une réglementation boursière d'ordre public, à savoir l'obligation de liquider les positions à la fin du mois boursier en l'absence de reconstitution de la couverture, même si le client entend y renoncer. En résumé, en matière boursière, le client, qui n'est pas forcément le meilleur juge de ses intérêts, mérite parfois d'être protégé malgré lui¹²⁶⁸. Selon le Professeur Bonneau, l'absence de réaction du client lorsqu'il est mis en demeure de constituer la couverture constitue une faute qui « *participe, tout autant que la faute du professionnel, à la réalisation de son dommage*¹²⁶⁹ ». En revanche, si le client n'est pas informé ou mis en demeure et que le professionnel tarde à liquider d'office les positions non couvertes, on peut admettre que la seule cause du préjudice est la faute du professionnel. Cependant, on peut constater que dans le Règlement général de l'AMF la constitution de couverture apparaît plus comme une condition de la passation de l'ordre que comme une obligation pour le donneur d'ordre. Article 516-2 du Règlement général prévoir que le prestataire ne peut accepter un ordre de la part de l'investisseur que s'il obtient de celui-ci la constitution d'une couverture¹²⁷⁰. Selon le Professeur Bonneau l'exclusion de tout partage de responsabilité conduit à créer un climat d'irresponsabilité¹²⁷¹. En effet, à partir de la mise en demeure, il est possible de considérer qu'il n'exécute pas son obligation de minimiser son préjudice. L'absence de liquidation ou de constitution de couverture pourrait être sanctionnée par une diminution de la réparation. En effet, à partir de la mise en demeure, l'investisseur peut très bien décider de conserver ses titres, mais il doit assumer le risque de perte.

b) Le silence gardé après réception des avis d'opérés

933. Dans le cadre d'un mandat de gestion de portefeuille, l'absence de contestation du client à la réception d'avis d'opéré n'est pas considérée en tant que telle comme un comportement fautif¹²⁷². La Cour de cassation a cassé l'arrêt d'appel qui avait décidé un partage de responsabilité entre une société de bourse et sa cliente en retenant que celle-ci avait commis une faute en ne réagissant pas à la réception d'avis d'opération portant sur des montants anormaux, alors que la cliente qui avait donné un mandat de gestion n'était pas tenue d'assurer

¹²⁶⁸ X. Delpéch, D. 2003, p. 906

¹²⁶⁹ T. Bonneau, Les investisseurs sont protégés malgré les fautes qu'ils commettent, JCP E, Août 2012, n° 31, n° 1486

¹²⁷⁰ V. *supra* n° 215

¹²⁷¹ T. Bonneau, Les investisseurs sont protégés malgré les fautes qu'ils commettent, op.cité

¹²⁷² *Id.*, n° 87

la surveillance de l'évolution de son compte¹²⁷³. Ainsi, l'inertie du client à la réception des avis d'opérés et relevés de compte ne constitue pas en principe une négligence de nature à conduire à une exonération totale ou à un partage de responsabilité du gestionnaire car le mandat de gestion est précisément "*destiné à libérer le client de tous les soucis liés à la gestion de son capital, et ne l'oblige nullement à réagir aux avis qui lui sont envoyés*"¹²⁷⁴.

934. Cependant, le silence gardé par le client peut être constitutif d'une faute s'il constate des anomalies flagrantes¹²⁷⁵ ou si le gestionnaire l'a mis en garde sur la situation alarmante de son portefeuille¹²⁷⁶. La mise en garde devrait conduire le client à prendre position, en demandant éventuellement la résiliation de la convention ou en demandant à être en relation avec un autre gestionnaire¹²⁷⁷.

c) La question de l'obligation d'accepter une offre d'indemnisation en nature

935. Une autre conséquence possible de l'introduction de la minimisation du préjudice, serait la possibilité de refuser une demande d'exécution forcée lorsque l'allocation des dommages et intérêts constitue une réparation adéquate ou d'obliger le créancier à accepter l'offre d'exécution émise par le débiteur¹²⁷⁸. S'agissant de l'acceptation de l'exécution proposée par le débiteur, il est intéressant de mentionner un arrêt inédit de la Cour de cassation qui a cassé un arrêt d'appel ayant refusé une exécution en nature proposée par le débiteur¹²⁷⁹. En l'espèce, deux époux avaient investi dans des valeurs mobilières. En pleine crise financière lorsque la situation du marché se détériorait de plus en plus, la banque dépositaire a liquidé les positions sans demander l'autorisation à ses clients. La banque a reconnu sa faute et a proposé

¹²⁷³ Cass. com., 1er févr. 1994 : JurisData n° 1994-000182 ; Dr. sociétés 1994, comm. 103, note H. Hovasse ; D. 1994, jurispr. p. 424, note Cl. Ducouloux-Favard ; D. 1994, somm. p. 198, obs. I. Bon Garcin ; JCP E 1994, I, 399, 25, obs. A. Viandier ; Bull. Joly Bourse 1994, p. 131, obs. J.-J. Essombé Moussio

¹²⁷⁴ CA Paris, 15e ch. B, 9 mai 2003, n° 01-17375, Hatt c/ SA BNP Paribas : JurisData n° 2003-220477. - CA Paris, 15e ch. B, 6 oct. 2005, préc. n° 86. - CA Paris, 15e ch. B, 17 févr. 2006, Loison c/ SA Banque privée européenne : JurisData n° 2006-298471 ; Banque et droit 2006, p. 54, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre. - CA Paris, 15e ch. B, 9 mars 2006, préc. n° 38. - CA Paris, 15e ch. B, 11 mai 2006, n° 04/23608, SA Crédit Lyonnais c/ Sté SCIA : JurisData n° 2006-310355 ; Bull. Joly Bourse 2006, p. 483, § 105, note L. Ruet

¹²⁷⁵ CA Paris, 15e ch. B, 9 mai 2003, préc. - CA Paris, 15e ch. B, 17 févr. 2006, préc. - CA Paris, 15e ch. B, 9 mars 2006, préc. - CA Paris, 15e ch. B, 20 oct. 2006, préc. n° 86

¹²⁷⁶ CA Paris, 10 déc. 2001 : Bull. Joly Bourse 2002, p. 103, § 26, note L. Ruet ; RTD com. 2002, p. 341 obs. M. Storck. - CA Paris, 13 sept. 2002 : Bull. Joly Bourse 2003, p. 3, § 4, note L. Ruet. - CA Paris, 15e ch. B, 26 oct. 2006, n° 05/05441, B. c/ SA HSBC France : JurisData n° 2006-320904).

¹²⁷⁷ JCl. Banque Crédit Bourse, Fasc. 2210 : SOCIÉTÉS DE GESTION DE PORTEFEUILLE, n° 88

¹²⁷⁸ V. Y-M. Laithier, Etude comparative des sanctions de l'inexécution du contrat, préf. H. Muir Watt, thèse LGDJ, 2004, n° 416

¹²⁷⁹ Cass. Com. 10 janvier 2012, n°10-26837, Bull. Joly Bourse, 2012, p. 168, obs. J. Lasserre-Capdeville ; RD banc. Et fin. 2012, comm. n° 70, obs. M. Storck, RDC, 1^{er} juillet 2012, n°3, p. 782, obs. Y-M. Laithier

de reconstituer le portefeuille à l'identique. Les deux époux ont refusé et ont demandé la réparation de leur préjudice par l'allocation de dommages et intérêts. La cour d'appel a accepté d'indemniser les clients de la banque en considérant que le créancier ne peut pas « être contraint à accepter une réparation en nature qu'il n'a pas demandée ». La Cour de cassation a cassé l'arrêt en fondant sa décision sur la finalité de la réparation : la Cour de cassation rappelle 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 dans la situation où elle se serait trouvée si l'acte dommageable ne s'était pas produit ». Il est intéressant de noter que la Cour de cassation n'impose pas un choix de réparation entre réparation en nature et réparation par équivalent. Elle apprécie seulement si l'offre du débiteur permettait de revenir au *statu quo ante* et permettait de satisfaire le créancier. Si tel est le cas, le créancier ne peut pas s'y opposer. La cour d'appel avait décidé que la banque a privé ses clients de la chance de céder ses titres à de bonnes conditions après une remontée des cours à long terme. Sur ce point, la Cour de cassation a invité les juges à rechercher si ce préjudice ne trouvait son origine dans le refus des clients d'accepter la reconstitution à l'identique de leur portefeuille, proposée par la banque. Dans cette situation, comme l'observe un auteur, il est permis de se demander si le résultat obtenu n'est pas comparable à une mitigation du préjudice : le préjudice aurait été évité si les créanciers avaient accepté l'offre de reconstitution¹²⁸⁰. Cette interprétation peut être justifiée par le visa de l'arrêt - article 1151 du Code civil - selon lequel même en cas de dol les dommages et intérêts ne doivent comprendre que ce qui est une suite immédiate du dommage¹²⁸¹. Une interprétation rigoureuse de cette règle pourrait priver le créancier de la possibilité d'obtenir réparation de l'aggravation de son préjudice s'i elle est due à sa propre négligence et non pas à l'inexécution elle-même¹²⁸². Selon certains auteurs, si on considère que le préjudice (la perte de chance en l'espèce) existe au moment de la proposition et que l'offre permettrait de le limiter ou de le réparer, il serait possible de considérer qu'il s'agit d'une application de la mitigation¹²⁸³. Toutefois, il est légitime de se demander s'il agit vraiment en l'espèce d'une question de l'application de mitigation. En fait, la Cour de cassation invite les juges du fond à voir si les créanciers n'étaient pas « à l'origine

¹²⁸⁰ Y-M. Laithier, Le créancier victime de l'inexécution d'une obligation contractuelle doit-il accepter l'offre de réparation présentée par le débiteur ?, RDC, 1^{er} juillet, 2012, n°3, p. 782

¹²⁸¹ Art. 1151 du code civil : « Dans le cas même où l'inexécution de la convention résulte du dol du débiteur, les dommages et intérêts ne doivent comprendre à l'égard de la perte éprouvée par le créancier et du gain dont il a été privé, que ce qui est une suite immédiate et directe de l'inexécution de la convention.

¹²⁸² G. Viney, P. Jourdain, Traité de droit civil, Effets de la responsabilité, op. cité, n° 59-1

¹²⁸³ Y-M. Laithier, Le créancier victime de l'inexécution d'une obligation contractuelle doit-il accepter l'offre de réparation présentée par le débiteur ?, op. cité

de la chance perdue ». Il semble que le débat se place plus sur le terrain des conditions de la responsabilité que sur ses suites¹²⁸⁴. Quoi qu'il en soit, l'avant-projet de loi prévoit que la réparation en nature ne peut pas être imposée à la victime¹²⁸⁵. Si cette disposition entre en vigueur, la solution ne sera pas retenue.

936. En définitive, l'obligation de minimiser son préjudice peut apporter un certain équilibre en responsabilisant les investisseurs. En matière financière, le domaine de prédilection de l'obligation de mitigation sera l'absence de constitution de couverture en cas d'appel par le PSI et le retard de liquidation des positions.

¹²⁸⁴ *Id.*

¹²⁸⁵ Art. 1261 de l'avant-projet de loi de réforme de la responsabilité civile

Conclusion du Chapitre

937. L'application du principe fondamental d'indemnisation intégrale à la place de l'indemnisation forfaitaire de la perte de chance permet de prendre en compte les différents préjudices subis par les investisseurs et d'éviter de les traiter de la même manière. L'application de ce principe en matière financière se décline en règles de calcul qui prennent en compte le préjudice subi. Le calcul de préjudice s'effectue différemment suivant son origine en prenant en compte si la faute est commise avant ou après la décision d'investissement.

938. La règle d'indemnisation intégrale peut être écartée dans deux cas de figure, toutes les deux prévues dans les réformes du droit des obligations, mais inconnues du droit positif. D'une part, on a vu que la règle peut être écartée dans un but de dissuasion et de sanction des comportements préjudiciables par l'allocation de dommages et intérêts restitutoires et exceptionnellement des dommages et intérêts punitifs. D'autre part, l'indemnisation intégrale peut être écartée dans un but de responsabilisation de l'investisseur afin de le sanctionner lorsqu'il contribue à l'aggravation de son préjudice par la création d'une obligation de minimiser son préjudice.

Si les règles relatives à la preuve et à l'évaluation du préjudice financier peuvent être adaptées, nous allons constater dans un titre deuxième qu'il faut prévoir un régime spécifique adapté à l'exercice du droit d'indemnisation.

Conclusion du Titre I

939. L'étude des règles de preuve et d'évaluation existantes nous a permis de constater qu'il est tout à fait possible de les adapter au contexte financier. Concernant la preuve, il est possible de présumer le lien causal entre la faute et le dommage. À ce titre, afin de tenir compte de la spécificité de la matière financière, il faut nécessairement examiner l'impact de la faute sur la variation du cours et l'influence de la valeur sur la prise d'une décision d'investissement. Quant au lien causal entre le dommage et le préjudice, il doit être établi par l'investisseur selon les règles de droit commun.

940. Concernant l'évaluation du préjudice, le principe dit de l'indemnisation intégrale s'adapte parfaitement à l'indemnisation du préjudice financier. En effet, replacer la victime dans la situation où elle se serait trouvée si l'acte dommageable ne s'était pas produit, si on utilise la formule jurisprudentielle, permet de prendre en compte les différences relatives aux deux types de dommages. Ainsi, on peut calculer différemment le préjudice qui résulte d'une décision d'investissement non éclairée et celui qui résulte de l'augmentation du risque de perte ou de la diminution de la chance de gain. Ce principe fondamental qui gouverne l'indemnisation du préjudice en droit français pourrait être écarté si on prend en compte la gravité du comportement de l'auteur de la faute ou de l'investisseur lui-même.

Titre II

La nécessité de prévoir un régime spécifique adapté à l'exercice du droit d'indemnisation

941. La recherche de procédures d'indemnisation adaptées nous conduit à examiner en premier lieu l'efficacité des règles existantes avant de rechercher un régime adapté à l'indemnisation du préjudice financier. Nos développements seront consacrés aussi bien à l'étude des règles de fond que des règles de procédure.

942. L'examen des règles de fond et de procédure existantes nous permettra de mettre l'accent sur l'inefficacité du droit positif : d'une part, le droit positif ne prévoit pas de règles spéciales d'indemnisation du préjudice financier et d'autre part, l'efficacité des règles de procédure applicables s'avère assez douteuse.

Nous allons consacrer le second chapitre à la recherche de règles de fond et de procédures adaptées au fonctionnement des marchés financiers. À ce titre nous allons examiner les différentes solutions possibles.

Le plan du titre est le suivant :

Chapitre I Examen de l'efficacité des règles de fond et de procédures existantes ;

Chapitre II Vers l'introduction de régimes d'indemnisation spéciaux.

Chapitre Premier

Examen de l'efficacité des règles de fond et de procédure existantes

943. L'étude des règles existantes commencera par l'examen des actions des associations de défense des investisseurs. Malgré leur finalité expresse de défense des intérêts des investisseurs, ces associations n'ont pas connu le succès escompté.

En ce qui concerne les règles de fond, en l'absence de règles spécifiques, il faut appliquer les règles de droit commun. Or, l'application du droit commun peut constituer un obstacle considérable à l'indemnisation intégrale des investisseurs.

Section 1 Efficacité mitigée des actions des associations

944. Le législateur a toujours poursuivi simultanément deux objectifs difficilement conciliables¹²⁸⁶ : d'un côté, protéger les actionnaires minoritaires et les épargnants et de l'autre côté, mettre les sociétés à l'abri des contestations judiciaires multiples et infondées. D'ailleurs, la crainte des dérives des *class actions* aux États-Unis a retardé l'introduction en droit français des actions de groupe. À la place de l'action de groupe, le législateur a instauré des associations spéciales de défense. On va constater que la situation des investisseurs n'a pas été sensiblement améliorée par la création des actions de représentation conjointe des associations de défense des investisseurs (§1). Il faut examiner alors si l'introduction récente des actions de groupe en droit français pourrait y apporter une amélioration (§2).

§1. L'inefficacité de l'action des associations de défense des investisseurs

Si le domaine d'action des associations est assez large (A), les conditions d'exercice de l'action restent assez rigides (B), ce qui constitue le principal handicap des associations de défense.

¹²⁸⁶ Y. Guyon, Faut-il des associations d'actionnaires et d'investisseurs ?, Rev. Des sociétés, 1995 p. 207, spéc. n° 5

A/ L'existence d'une action pour l'indemnisation des préjudices individuels ayant un domaine assez large

945. En 1988, le législateur a créé les associations de défense des investisseurs en valeurs mobilières ou en produits financiers¹²⁸⁷. Aux termes de l'article L. 452-1 du Code monétaire et financier, les associations de défense des investisseurs sont des associations régulièrement déclarées ayant pour objet statutaire la défense des investisseurs qui ont placé leurs fonds en titres financiers ou en produits financiers. Le texte distingue deux types d'associations :

- les associations d'investisseurs qui sont agréées, dans des conditions fixées par décret (art. D. 452-1 et s. CMF) justifiant de six mois d'existence et d'au moins deux cents membres cotisant individuellement et
- les associations d'actionnaires répondent aux critères de détention de droits de vote définis par l'article L. 225-120 du Code de commerce et qui ont communiqué leurs statuts à l'AMF.

946. Au moment de leur création, ces associations ne pouvaient agir que pour la défense de l'intérêt collectif de leurs membres. Le souci de protéger les investisseurs a amené le législateur à élargir les compétences des associations de défense des investisseurs. La loi du 8 août 1994¹²⁸⁸ a accordé de nouveaux droits aux associations des investisseurs en leur permettant notamment d'agir en représentation conjointe. L'article L. 452-2 du Code monétaire et financier prévoit que l'association des investisseurs peut agir au nom des investisseurs qui ont subi des préjudices individuels causés par le fait d'une même personne et qui ont une origine commune. Le législateur a ainsi consacré la possibilité pour les associations d'investisseurs d'agir au nom des investisseurs pour l'indemnisation de leurs préjudices individuels. Cette action connue sous le nom d'action « *en représentation conjointe* » peut être définie comme « *l'action qui consiste à réunir dans une seule instance, donnant lieu à un seul jugement, la réparation de préjudices individuels multiples ayant une origine commune*¹²⁸⁹ ».

¹²⁸⁷ L'art. 12 à 15 de la loi n° 88-14 du 5 janvier 1988 relative aux actions en justice des associations agréées de consommation et à l'information des consommateurs. La procédure d'obtention de l'agrément ressemble beaucoup à celle prévue en matière d'association de protection des consommateurs.

¹²⁸⁸ Loi n° 94-679 du 8 août 1994 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier

¹²⁸⁹ J. Calais-Auloy, Pour mieux réparer les préjudices collectifs, une *Class Action* à la française? Gaz.Pal, 28-29 septembre 2001, p. 13.

947. On peut constater que l'action des associations d'investisseurs a un domaine de compétences assez large. En outre, le législateur a assoupli les règles de représentativité et de sollicitation de mandats.

1. Un domaine d'intervention assez large

948. Les associations d'investisseurs peuvent agir en défense des investisseurs « *en titres financiers ou en produits financiers* »¹²⁹⁰. À la différence des associations d'actionnaires, l'objet des associations d'investisseurs agréées est la défense des détenteurs de titres financiers ou de produits financiers quels qu'ils soient, sans égard au caractère coté ou non des titres. Alors que la compétence spécifique des associations d'actionnaires se limite à une société cotée déterminée¹²⁹¹. Le régime des associations d'investisseurs est calqué sur celui des associations de consommateurs et donc il n'est pas obligatoire d'être adhérent de ces associations¹²⁹².

949. En ce qui concerne l'objet de l'association, l'article L. 452-1 du Code monétaire et financier dispose que les associations d'investisseurs doivent avoir « *pour objet statutaire explicite la défense des investisseurs en valeurs mobilières ou en produits financiers* » sans autres précisions. La doctrine interprète cette disposition de façon extensive : l'association n'est donc pas tenue d'avoir pour objet exclusif la défense des investisseurs. Elle doit simplement avoir pour finalité claire et précise la défense des porteurs de valeurs mobilières au sens large¹²⁹³. Par conséquent, l'objet statutaire de l'association ne devra donc pas être rédigé de manière trop restrictive.

2. Assouplissement des conditions de représentativité

950. La loi de Sécurité financière (LSF) a assoupli les conditions de délivrance de l'agrément des associations. L'obtention de l'agrément était conditionnée par une certaine ancienneté.

¹²⁹⁰ V. l'art. L. 452-1 du CMF

¹²⁹¹ Cette différence d'objet s'explique par les motifs qui ont présidé à l'apparition des associations d'investisseurs v. B. Le Bars, Associations d'actionnaires et d'investisseurs, répertoire de droit des sociétés Dalloz février 2011, n° 28

¹²⁹² *Id.*

¹²⁹³ *Ibid.*

Avant LSF, l'association devait justifier deux ans d'existence à compter de sa déclaration. Ce délai d'existence a été abrégé à six mois¹²⁹⁴.

951. En outre, l'association doit avoir un nombre de membres suffisants afin de faire preuve de sa représentativité. Avant la réforme le nombre exigés était soit 1000 membres cotisants, soit un nombre de membres suffisants¹²⁹⁵. La contrainte liée au nombre des membres a été atténuée. Depuis la réforme opérée par LSF, l'article D. 452-1 du Code monétaire et financier n'exige que 200 membres. Cependant, il y a une exigence relative à l'activité de l'association. Celle-ci doit avoir une « *activité effective et publique en vue de la défense des intérêts des investisseurs en valeurs mobilières*¹²⁹⁶ ou en produits financiers appréciée, notamment, en fonction de la réalisation et de la diffusion de publications, de la tenue de réunions d'information et de la participation à des travaux de réflexion ». Cette condition montre le degré d'exigence à l'égard de l'activité imposée à l'association¹²⁹⁷.

3. Champ de compétence étendu

952. Les associations agréées d'investisseurs peuvent d'agir devant toute juridiction au nom des personnes physiques ayant subi un préjudice individuel. Les associations ont un champ de compétence assez étendu, car elles peuvent agir par le biais d'un mandat reçu des investisseurs aussi bien devant les juridictions civiles que pénales. L'action en responsabilité peut en outre être intentée devant des tribunaux administratifs, si la personne responsable est justiciable de ces tribunaux, et devant tous les tribunaux appelés à se prononcer sur une action en responsabilité dans le domaine financier, c'est-à-dire, au premier degré, le tribunal de commerce et le tribunal de grande instance¹²⁹⁸.

953. Il faut ajouter que les associations d'investisseurs peuvent agir devant des juridictions pénales en l'absence de préjudice personnel pour l'indemnisation des préjudices causés à l'intérêt collectif des investisseurs même pour les investisseurs qui ne sont pas membres de

¹²⁹⁴ Art. D. 452-1 du CMF, réd. Décr. N° 2005-1211 du 21 sept. 2005, art. 1^{er}

¹²⁹⁵ Cette dernière condition était appréciée par l'autorité administrative délivrant l'agrément. Art. D. 452-3 : « *L'agrément est accordé par le préfet du département dans lequel l'association a son siège, après avis du ministère public et de l'Autorité des marchés financiers.* »

¹²⁹⁶ Le terme de « valeurs mobilières » apparaît toujours dans la partie réglementaire. Il a été remplacé par celui plus large des titres financiers dans la partie législative.

¹²⁹⁷ B. Le Bars, Associations d'actionnaires et d'investisseurs, n° 31

¹²⁹⁸ P. Le Cannu, Attributions et responsabilités des associations de défense des actionnaires et investisseurs, Rev. sociétés 1995, p. 239, spéc. n° 25

l'association (art. L. 452-1 du CMF). S'agissant de l'action en représentation conjointe, l'article L. 452-3 du Code monétaire et financier précise que c'est l'investisseur qui a donné un mandat à l'association d'investisseurs qui est considéré comme partie civile, toutefois par souci de simplification l'article ajoute que les significations et notifications qui concernent l'investisseur sont adressées à l'association.

4. Possibilité de sollicitation de mandats

954. En principe les associations de protection ne peuvent pas solliciter des mandats par voie d'appel public télévisé ou radiophonique, par affichage, tract ou lettre personnalisée. Les seules voies ouvertes sont la presse et l'avis de recherche de l'association. On a limité les capacités de sollicitation de l'association, conformément au souhait du législateur¹²⁹⁹. Cependant lorsqu'une association d'actionnaires répondant aux critères de détention de titres de l'article L. 225-120 du Code de commerce agit en réparation devant les juridictions civiles ou commerciales, le président du tribunal de grande instance ou le président du tribunal de commerce, selon le cas, peut, par ordonnance en référé, autoriser l'association à solliciter des mandats pour agir, à ses frais, par voie d'appel public .

955. Une partie de la doctrine considère que l'esprit de cette législation, très respectueuse des volontés individuelles, s'efforce de satisfaire les intérêts des personnes protégées, dont elle vise à faciliter l'accès à la justice, sans pour autant « *favoriser le militantisme et la processivité des groupements* »¹³⁰⁰. Toutefois, malgré les réformes intervenues, l'action des associations n'a pas connue un très grand succès.

B/ Des conditions d'exercice trop rigides

956. La première critique à l'encontre des associations d'investisseurs concerne leur statut même d'association. Toute association d'actionnaires ou d'investisseurs régie par un statut spécifique est avant tout une association de droit commun soumise à loi du 1er juillet 1901¹³⁰¹. Or, le Professeur Guyon considérait que « *rien n'est moins transparent et moins*

¹²⁹⁹ B. Le Bars, Associations d'actionnaires et d'investisseurs, op. cité

¹³⁰⁰ S. Guinchard (dir.), Droit et pratique de la procédure civile, Dalloz Action 2014/2015, spéc. n° 102.91

¹³⁰¹ B. Le Bars, Associations d'actionnaires et d'investisseurs, n° 1

démocratique qu'une association. L'actionnaire mal à l'aise au sein de sa société et qui adhère à une association de défense risque de tomber de Charybde en Scylla si celle-ci est contrôlée par des intrigants qui cherchent leur avantage personnel ou pire n'est que l'émanation occulte des dirigeants de la société¹³⁰² ». Cependant, l'intention clairement affichée du législateur était justement d'éviter de donner aux majoritaires, ou à un minoritaire important, par exemple un fondateur, un moyen supplémentaire de contrôler les petits actionnaires¹³⁰³. La protection des petits épargnants et investisseurs devait être conciliée avec un autre objectif – celui d'éviter les actions dilatoires. Pour le législateur, il ne fallait octroyer des compétences particulières qu'à des associations dont les actionnaires sont identifiés et « ayant un « affectio societatis » fort¹³⁰⁴ ». Le moyen de concilier les deux objectifs passait par l'exigence d'une certaine durée de détention des titres, inscrits au nominatif. Ainsi, seuls les actionnaires justifiant d'une inscription au nominatif depuis au moins deux ans et détenant ensemble au moins 5 %¹³⁰⁵ des droits de vote peuvent se regrouper en associations destinées à représenter leurs intérêts au sein de la société¹³⁰⁶. La condition de détention des titres au nominatif a été critiquée pour son manque de souplesse. Or, seule une association d'actionnaires dont les titres sont inscrits au nominatif peut demander au juge de solliciter des mandats par voie publique¹³⁰⁷. Le rapport Marini sur la modernisation du droit des sociétés a proposé de supprimer l'exigence d'inscription au nominatif et de prévoir que tout actionnaire, qu'il soit inscrit au nominatif ou non, puisse être membre d'une association d'actionnaires s'il prouve qu'il détient ses actions depuis plus d'un an¹³⁰⁸. Cette proposition n'a pas été retenue.

957. Certains auteurs expliquent l'inefficacité de l'action des associations par le caractère jugé trop dissuasif des conditions de leur constitution : « *Devant justifier de six mois d'existence, ces associations ne pourraient être constituées ad hoc, comme doivent le faire le plus souvent les associations agissant sur la base de la jurisprudence « associationnelle* ¹³⁰⁹ ». Par conséquent, la constitution de ces associations doit être préalable au préjudice subi.

¹³⁰² Y. Guyon, Faut-il des associations d'actionnaires et d'investisseurs ?, Rev. sociétés 1995, p. 207

¹³⁰³ B. Le Bars, Associations d'actionnaires et d'investisseurs, n° 20 citant Rapport Loi Dailly n° 532, Sénat 1993-1994

¹³⁰⁴ *Id.*, n° 19

¹³⁰⁵ Ce seuil est dégressif si le capital de la société cotée est supérieur à 750 000 euros

¹³⁰⁶ Art. L. 225-120 du Code de commerce

¹³⁰⁷ V. supra n°954

¹³⁰⁸ Rapport Marini, La modernisation du droit des sociétés, 1996, coll. des rapports officiels, Doc. fr., p. 92

¹³⁰⁹ V. Magnier, « Les class actions d'investisseurs en produits financiers », Petites affiches, 10 juin 2005 n° 115, p. 33

958. En outre, l'action en représentation conjointe ne permet pas une action en l'absence d'un mandat écrit donné par l'investisseur lésé. L'association doit agir au nom des investisseurs, mais pratiquement elle ne peut pas solliciter des mandats par des moyens de communication de masse ou par lettre personnalisée¹³¹⁰. Ainsi, l'accès aux informations est assez limité. Or, le préjudice peut être subi à des endroits dispersés géographiquement compte tenu notamment des moyens de commercialisation à distance des produits financiers.

959. S'agissant de l'origine du préjudice, l'article L. 452-2 du Code monétaire et financier précise que les préjudices doivent être causés par le fait *d'une même personne* et doivent avoir une *origine commune*. L'identité d'auteur ne pose pas de problèmes en présence d'une même société émettrice ayant causé un préjudice simultané à un groupe de porteurs¹³¹¹. Mais cette exigence ne sera pas remplie en cas d'une pluralité d'auteurs, par exemple de différents distributeurs d'un même produit financier.

960. Cependant, l'expression « même personne », employée par l'article L. 452-2, n'est pas interprétée de la même manière par la doctrine. Selon un auteur *« même si l'article ne parle que d'un seul professionnel, il n'interdit pas de façon expresse une action exercée contre plusieurs professionnels à la fois, solution qui s'impose en pratique quand les responsabilités sont partagées »*¹³¹². Cet avis n'est pas partagé d'autres auteurs qui considèrent que le texte ne permet aux associations d'investisseurs qu'une action contre un seul professionnel¹³¹³. Selon le Professeur Le Cannu, le texte interdit toute action contre un groupe de sociétés même lorsque les filiales d'une société mère constituent les auteurs communs des préjudices individuels¹³¹⁴.

961. Un dernier obstacle peut être évoqué, lié cette fois aux moyens financiers des associations. Les actions des associations doivent être financées en principe par les cotisations de leurs membres. Toutefois, pour certains auteurs, *« il serait compréhensible que les frais pèsent finalement sur l'investisseur et non sur l'association, puisque l'intérêt défendu est individuel. L'avantage que retirera l'investisseur de l'action consiste dans l'économie réalisée du fait de l'exercice en commun de l'action. La loi ne précise pas davantage si l'association a*

¹³¹⁰ V. *supra* n°954 sur les conditions de détention minimum et au nominatif des titres

¹³¹¹ B. Le Bars, Associations d'actionnaires et d'investisseurs, op. cité

¹³¹² L. Boré, L'action en représentation conjointe : class action française ou action mort-née ?, D. 1995. Chron. 267

¹³¹³ R. Martin, L'action en représentation conjointe des consommateurs, JCP 1994. I. 3756 ; P. Le Cannu, Attributions et responsabilités des associations de défense des actionnaires et investisseurs, op. cité

¹³¹⁴ *Id.*

*une obligation de conseil à l'égard de la personne pour laquelle elle agit*¹³¹⁵ ». Il semble que les associations jouent aujourd'hui un rôle important de centralisation des demandes ou de mutualisation des coûts¹³¹⁶. Cependant, ce rassemblement peut s'opérer en dehors d'une association agréée¹³¹⁷.

962. Enfin, certains justifient l'inefficacité de cette procédure par les particularités de la culture juridique française : « *Dans un pays où la mise en bourse de quelques kilowatts d'électricité est vécu comme une déchirure morale, je ne suis pas sûr que nous soyons culturellement prêts à accepter une privatisation du service public de la justice. Ce qui conduit naturellement à dire un mot de l'avenir de l'action de groupe*¹³¹⁸. »

963. C'est probablement cette culture juridique qui n'ouvre pas l'accès aux actions des associations aux personnes morales. En effet, aux termes de l'article L. 452-2 du Code monétaire et financier seules les investisseurs personnes physiques peuvent donner un mandat de représentation à une association d'investisseurs. La même « *philosophie consumériste*¹³¹⁹ » a été suivie par la loi de consommation de 2014 qui a introduit l'action de groupe en droit français.

§2. Amélioration possible avec la nouvelle action de groupe « à la française »

964. Préconisée par la doctrine pour l'indemnisation des préjudices de masse¹³²⁰ l'action de groupe a enfin été introduite par le législateur en droit français. La question qui se pose est de

¹³¹⁵ B. Le Bars, Associations d'actionnaires et d'investisseurs, op. cité, n° 79

¹³¹⁶ V. interview de A. Lévy-Lang, Pour une meilleure évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées, Bull.Joly Bourse, 1^{er} mai 2015, n°5, p. 198

¹³¹⁷ Dans l'affaire Sidel, la constitution de parties civiles a été effectuée par deux associations. Celles-ci ont transmis au tribunal toutes les actions. Les associations ont reçu au préalable un mandat express de chaque investisseur et ont pris soin d'établir une liste nominative, précisant le nombre d'actions, leur date d'achat et de revente et faisant état des demandes de chacun. Elles n'ont agi ni en qualité d'associations d'actionnaires, ni en qualité d'associations d'investisseurs, car elles n'ont pas sollicité un agrément. V. J.-J. Daigre, La perte d'une chance d'arbitrer à bon escient l'investissement dans une société cotée, Revue des sociétés 2007 p. 102 : « *Les associations d'investisseurs préfèrent conserver la liberté de s'organiser et de fonctionner comme elles l'entendent, sans contrôle de l'autorité de régulation, de choisir leurs mandants et de négocier avec eux leurs conditions d'intervention* ».

¹³¹⁸ X. Lagarde, « Rapport de synthèse du colloque consacré aux « actions de groupe, implications processuelles et substantielles », Revue Lamy Droit Civil, n°35, Décembre 2006, p. 81.

¹³¹⁹ V. P. Le Cannu, Attributions et responsabilités des associations de défense des actionnaires et investisseurs, op. cité, spéc. n°23 : « *l'article 13 [devenu l'article L. 452-2 du CMF] ne permet qu'à des personnes physiques de donner mandat : il partage la philosophie consumériste, et empêche les sociétés de se servir des associations comme d'un moyen de lutte dans les batailles capitalistes* ».

¹³²⁰ Les préjudices de masse présentent la spécificité d'atteindre une grande quantité de personne souffrant d'un préjudice causé par le même fait dommageable. Mme Anne Guégan-Lécuyer définit les préjudices de masse dans sa thèse comme « *des atteintes portées en grand nombre aux personnes, aux biens ou au milieu naturel à*

savoir si l'action de groupe peut améliorer la situation des investisseurs s'agissant de l'indemnisation de leurs préjudices. Après avoir examiné la nouvelle procédure et son domaine d'application (A) il faut examiner ensuite si la procédure serait adaptée aux préjudices financiers (B).

A/ Bref examen de l'action de groupe et son domaine d'application

965. L'action de groupe est présentée comme une procédure permettant de lutter efficacement contre l'impunité de certains professionnels qui causent plusieurs préjudices d'un faible montant. Les victimes n'agissent pas normalement en justice, parce que le montant des frais judiciaires dépasse largement le montant du préjudice lui-même.¹³²¹ Elle est considérée ainsi comme un moyen permettant d'améliorer l'accès à la justice¹³²². En outre, l'action de groupe améliore le fonctionnement de la justice, car elle permet de regrouper toutes les victimes dans une même procédure judiciaire. En plus, ce regroupement il diminuerait le risque de jugements contradictoires¹³²³.

Avant d'examiner le domaine d'application de l'action de groupe en matière financière, il faut présenter ses principales caractéristiques.

1. Principales caractéristiques de la nouvelle procédure

966. L'action de groupe a été introduite par la loi Hamon du 17 mars 2014 sur la consommation¹³²⁴. Le Code de la consommation consacre un nouveau chapitre à l'action de groupe. L'article L. 423-1 du Code de la consommation prévoit 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

l'occasion d'un fait dommageable unique, le dernier pouvant consister en un ensemble de faits dommageables ayant une origine commune ». A. Guégan-Lécuyer, Dommages de masse et responsabilité civile, thèse Paris I, 2004, sous la dir. de P. Jourdain, p. 105

¹³²¹ James D. Cox, Making Securities Fraud Class Actions Virtuous, 39 Arizona Law Review 497-524 (1997), accessible à http://scholarship.law.duke.edu/faculty_scholarship/266

¹³²² C. Arsouze et P. Ledoux, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », op. cité

¹³²³ *Id.*

¹³²⁴ Loi n° 2014-344 du 17 mars 2014

identique et ayant pour origine commune un manquement d'un ou des mêmes professionnels à ses obligations légales ou contractuelles ».

967. En application de l'article précité seules les associations de consommateurs agréées et représentatives au niveau national sont compétentes pour introduire des actions de groupe. On voit que les associations de consommateurs ont un monopole d'initiative de la nouvelle procédure¹³²⁵. A ce jour quinze associations disposent d'un agrément leur permettant de mettre en œuvre des actions de groupe¹³²⁶.

968. La loi a créé une procédure de droit commun et deux procédures spéciales¹³²⁷. L'une des procédures spéciales, dite *simplifiée* peut s'appliquer lorsque l'identité et le nombre des consommateurs lésés sont connus et s'il s'agit d'un préjudice ayant un montant identique¹³²⁸. La deuxième procédure spéciale que le législateur a créée, est celle qui intervient dans le domaine de la concurrence¹³²⁹.

969. La procédure de droit commun comprend deux phases judiciaires. Dans une première phase, le TGI, le tribunal compétent en matière d'action de groupe, statue sur la recevabilité de l'action et sur le principe de la responsabilité du professionnel. Le tribunal statue au vu des « *cas individuels* » présentés par l'association afin de déterminer le groupe de consommateurs, à l'égard desquels la responsabilité du professionnel peut être engagée¹³³⁰. Un même groupe de consommateurs peut comprendre plusieurs catégories en fonction des préjudices réparables. Dans ce cas, le juge détermine les préjudices susceptibles d'être réparés pour chaque consommateur ou pour chacune des catégories de consommateurs ainsi que leur montant ou tous les éléments permettant leur évaluation¹³³¹. Le jugement définit aussi les mesures de publicité qui devront être mises en œuvre pour informer les consommateurs (art. L423-3 du C. consom.). Ces mesures sont à la charge du professionnel. Elles sont mises en œuvre une fois que la décision sur la responsabilité n'est plus susceptible de recours, ni ordinaires ni en cassation (art. L432-4 du C. consom.)

¹³²⁵ E. Jouffin, Les actions de groupe à la française : un rendez-vous manqué ?, Banque et Droit n°155, mai-juin 2014, p. 3

¹³²⁶ K. HAERI et B. JAVAUX, L'action de groupe : entre incertitudes procédurales et instrumentalisation, Dr. et Patrimoine, 2015, n°243, Dossier Action de groupe : premiers pas

¹³²⁷ Depuis l'introduction des actions de groupe en droit français, le législateur a étendu la procédure en matière de discrimination (loi n° 2016-1547 du 18 novembre 2016) et de santé (loi n° 2016-41 du 26 janvier 2016)

¹³²⁸ Art. L. 432-10 du C. consom.

¹³²⁹ Art. L. 432-17 du C. consom.

¹³³⁰ N. FRICERO, Aspects procéduraux de l'action de groupe : entre efficacité et complexité, Dr. et Patrimoine, 2015, n°243, Dossier Action de groupe : premiers pas

¹³³¹ *Id.*

970. L'indemnisation intervient dans la seconde phase. Au cours de cette seconde phase, les consommateurs adhèrent au groupe. Il faut préciser que l'adhésion vaut mandat au profit de l'association requérante, mais n'implique pas une adhésion à celle-ci (art. L423-5 du C. consom.).

971. La loi a choisi le système dit *d'opt in*, d'après lequel les victimes doivent expressément se déclarer afin d'être représentées dans l'action de groupe¹³³². Par opposition, le système de *l'opt out* intègre « *toutes les personnes concernées par les critères de rattachement sans qu'elles aient à manifester expressément leur volonté d'y adhérer*¹³³³ ». Le choix de *l'opt in* permet de préserver la liberté des consommateurs de participer ou non à la procédure. C'est justement la préservation du consentement à la procédure des victimes a permis au Conseil constitutionnel de valider la nouvelle procédure¹³³⁴. Les décisions rendues dans le cadre de l'action de groupe ont autorité de chose jugée à l'égard des membres du groupe dont le dommage a été réparé au terme de la procédure (art. L423-21 du C. consom.). En revanche, ces personnes conservent le droit d'agir à titre individuel pour obtenir la réparation d'autres préjudices qui n'entrent pas dans le champ défini par la décision du juge (art. L. 423-22). Ceux qui n'ont pas adhéré au groupe peuvent agir à titre individuel. C'est la raison pour laquelle certains auteurs qualifient la procédure comme « une offre de jugement¹³³⁵ ».

972. L'action de groupe est une procédure indemnitaire¹³³⁶ et le consommateur doit prouver son préjudice. La loi dispose que les mesures d'information contiennent « *l'indication que les consommateurs doivent produire tout document utile au soutien de leur demande* ». En cas de contestation et de refus d'indemnisation par le responsable, la loi prévoit que le juge initialement saisi et ayant statué sur la responsabilité reste compétent et statue « *dans un même jugement sur toutes les demandes d'indemnisation auxquelles le professionnel n'a pas fait droit* » (art. L423-12 du C. consom.).

973. Schématiquement, la procédure se déroule en trois étapes : jugement sur la responsabilité – adhésion des consommateurs au groupe – indemnisation. Cette procédure peut donner lieu à deux jugements¹³³⁷. Le premier est systématique, il se prononce sur le principe de la responsabilité, évalue les préjudices et détermine le groupe. Le second est éventuel, car il aura

¹³³² M. Bacache, Action de groupe et responsabilité civile, RTD Civ. 2014 p. 450

¹³³³ *Id.*

¹³³⁴ *Ibid.* citant décision n° 2014-690 DC du 13 mars 2014 du Conseil constit.

¹³³⁵ L. Boré, Le projet d'action de groupe : action mort-née ou premier pas ?, Gaz. Pal. 16 mai 2013. 29

¹³³⁶ V. M. Bacache, Action de groupe et responsabilité civile, op. cité

¹³³⁷ V. D. Mainguy et M. Depincé, L'introduction de l'action de groupe en droit français, JCP E 2014. 1144

lieu seulement en cas de contestation et de difficultés liées à l'indemnisation des victimes¹³³⁸. En effet, le second jugement préserve le droit de défense du responsable¹³³⁹. Il peut après l'adhésion des consommateurs au groupe, faire valoir devant le juge saisi les moyens de défense relatifs à l'indemnisation individuelle des consommateurs intéressés¹³⁴⁰. En effet, si le professionnel ne connaît donc pas toutes les victimes lors de la première phase de la procédure, il pourra, en revanche, contester le rattachement au groupe ou le droit à réparation de tel ou tel consommateur lors de la troisième phase de la procédure¹³⁴¹.

974. S'agissant de la procédure d'action de groupe dite « simplifiée », elle est prévue par la loi lorsque l'identité des victimes et le montant des préjudices sont connus. La procédure commence toujours par un jugement du TGI qui reconnaît la responsabilité du professionnel. Le tribunal le condamne à indemniser directement et individuellement les consommateurs « *dans un délai et selon des modalités qu'il fixe* » (art. L423-10 C. consom.). Dans ce cas, il n'y a pas de mesures de publicité mais des mesures d'information individuelle des consommateurs¹³⁴². Le consommateur peut accepter d'être indemnisé dans le cadre de l'action de groupe. Cette acceptation intervient au stade de l'exécution du jugement auquel le consommateur « connu » n'a pas participé et à l'issue d'une instance dont il n'a pas été informé et qu'il n'a donc pas pu refuser¹³⁴³. Mme Fricéro qualifie ce système « *d'« opt in ouvert » ou d'« opt out sui generis* »¹³⁴⁴.

975. S'agissant de l'action de groupe dans le domaine de la concurrence, celle-ci est ouverte en cas de violation des règles définies au titre II du livre IV du code de commerce ou des articles 101 et 102 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (art. L432-17 du C. consom.). La procédure est ouverte en cas de pratiques anticoncurrentielles (entente, abus de position dominante) et elle est exclue *a contrario* en cas de concentration ou de concurrence déloyale¹³⁴⁵. La particularité de cette procédure spéciale réside dans la décision sur la responsabilité du professionnel. La loi prévoit que la responsabilité doit être prononcée obligatoirement par les autorités nationales ou européennes compétentes en matière de

¹³³⁸ *Id.*

¹³³⁹ V. Déc. du Conseil constit. du 13 mars 2014, précitée, cons. n° 17

¹³⁴⁰ *Id.*

¹³⁴¹ V. M. Bacache, Action de groupe et responsabilité civile, op. cité

¹³⁴² K. HAERI et B. JAVAUX, L'action de groupe : entre incertitudes procédurales et instrumentalisation, op. cité

¹³⁴³ N. FRICERO, Aspects procéduraux de l'action de groupe : entre efficacité et complexité, op. cité

¹³⁴⁴ *Id.*

¹³⁴⁵ V. D. Mainguy et M. Depincé, L'introduction de l'action de groupe en droit français, op. cité

concurrence. En France, le manquement doit être constaté par l'Autorité de la concurrence qui a « *l'autorité de chose décidée* » en matière de concurrence¹³⁴⁶.

L'existence de cette procédure spéciale en matière de concurrence montre que la nouvelle action de groupe n'est pas d'application générale.

2. *Un domaine d'application restreint*

976. Le législateur français n'a pas choisi d'intégrer l'action de groupe dans le Code de procédure civile. Par conséquent, ce n'est pas une procédure d'application générale, à la différence des actions du droit américain droit ou du droit québécois. La loi nouvelle a donc instauré une action spécifique du droit de la consommation, et non une action ouverte à toute sorte de contentieux¹³⁴⁷. Il a été déjà mentionné que l'action de groupe a été intégrée dans le Code de la consommation. En vertu de l'article L. 432-1 du Code de la consommation l'action de groupe a pour objet de réparer les préjudices patrimoniaux 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 à l'occasion d'une vente ou de la fourniture d'un service. Le champ d'application de la nouvelle procédure est doublement limité : d'une part, s'agissant des personnes pouvant faire partie du groupe et d'autre part, s'agissant des préjudices indemnisables dans le cadre de l'action de groupe.

977. Limitation du champ d'application par les personnes faisant partie du groupe.

L'action de groupe est réservée par la loi aux consommateurs. La loi sur la consommation a donné une définition du consommateur qui figure désormais dans l'article préliminaire du Code de la consommation. Le consommateur est défini comme « *toute personne physique qui agit à des fins qui n'entrent pas dans le cadre de son activité commerciale, industrielle, artisanale ou libérale* ». Ainsi, le consommateur pouvant faire partie du groupe doit être obligatoirement une personne physique. La première exclusion du champ d'application concerne les personnes morales qui ne peuvent pas devenir membre d'un groupe¹³⁴⁸. La question qui se pose est de savoir si l'investisseur personne physique peut être considéré comme un consommateur. Bien évidemment, il faut exclure d'emblée un investisseur qui agit

¹³⁴⁶ E. Jouffin, Les actions de groupe à la française : un rendez-vous manqué ?, op. cité

¹³⁴⁷ D. Mainguy et M. Depincé, L'introduction de l'action de groupe en droit français, op. cité

¹³⁴⁸ Les personnes morales peuvent cependant être protégées par le droit de la consommation lorsqu'ils n'agissent pas en qualité de professionnels, comme par exemple les associations à but non lucratif. L'art. L. 132-1 du C. consom. vise expressément les non-professionnels s'agissant de l'interdiction des clauses abusives. D'ailleurs, pour certains, les personnes morales peuvent être protégées par le droit de la consommation K. De La Asuncion-Planes, La personne morale peut-elle être protégée par le droit de la consommation, LPA, 3 mars 2010, n°44, p. 3

dans le cadre d'une activité professionnelle. En effet, la Cour de cassation qualifie de professionnel une personne physique qui agit en rapport direct avec une activité professionnelle¹³⁴⁹.

Peut-on considérer l'investisseur comme un consommateur de produits financiers ou de services financiers¹³⁵⁰ ?

978. En l'absence de définition légale avant 2014, la doctrine s'est efforcée à donner une définition du consommateur. Le consommateur a été défini par rapport à l'objet de consommation : le consommateur étant selon M. Raymond un « *contractant de droit privé se procurant un bien de consommation*¹³⁵¹ ». Pour MM. Calais-Auloy et Temple, le bien de consommation est un élément constitutif de la définition du consommateur¹³⁵². Même si le bien de consommation n'est pas nécessairement une chose consomptible, c'est-à-dire une chose qui est détruite par son premier usage, et les biens immatériels peuvent faire l'objet d'actes de consommation¹³⁵³, il faut observer que les titres financiers et les produits financiers ne sont pas considérés comme des biens de consommation. M. Raymond relève que les valeurs mobilières ne sont pas des biens que l'on consomme, mais sur lesquels on spéculé et on investit. Selon l'auteur « *l'achat de valeurs mobilières est un acte d'épargne ou de placement, non un acte de consommation*¹³⁵⁴ ».

979. Cette vision est généralement partagée par les auteurs en droit financier. L'achat et la vente de titres financiers ne peuvent pas être assimilés à des actes de consommation car il s'agit d'opérations à but spéculatif¹³⁵⁵. Ainsi, pour certains auteurs, la finalité de l'acte, à savoir se procurer un gain, distingue l'investisseur du consommateur : le consommateur ne recherche pas la réalisation d'un gain, car il agit sans intention spéculative¹³⁵⁶. À l'opposé, d'autres auteurs soutiennent l'idée selon laquelle l'investisseur personne physique peut être

¹³⁴⁹ Cass. 1^{ère} civ. 5 novembre 1996, n° de pourvoi: 94-18667

¹³⁵⁰ À l'instar de M. Lucas qui distingue parmi les actionnaires les simples « *consommateurs de produits financiers* », F-X Lucas, Les actionnaires ont-ils tous la qualité d'associé ? - Brefs propos discursifs autour du thème de l'associé et de l'investisseur, Revue de Droit banc. et fin., Juillet 2002, n° 4

¹³⁵¹ G. Raymond, Droit de la consommation, Litec, 2^{ème} éd., p. 28 et s.

¹³⁵² J. Calais-Auloy et H. Temple Droit de la consommation, Précis Dalloz, 8^{ème} éd., p. 8. Les auteurs ont défini le consommateur comme « *une personne physique qui se procure ou qui utilise un bien ou un service pour un usage non-professionnel* ».

¹³⁵³ *Id.*

¹³⁵⁴ G. Raymond, op. cité, p. 29

¹³⁵⁵ A-D. Merville, La spéculation en droit privé, op. cité

¹³⁵⁶ A. Tehrani, Les investisseurs protégés en droit financier, op. cité, n° 484

assimilé au consommateur et il peut être considéré comme un investisseur-consommateur¹³⁵⁷. Suivant cette conception, l'investisseur-consommateur, catégorie hybride, pourra ainsi bénéficier de la protection du droit de la consommation. De même, MM. de Vauplane et Bornet ont observé que « *si l'épargnant est un consommateur d'un genre particulier, compte tenu des « produits » qu'il achète et de sa qualité d'actionnaire, on peut néanmoins considérer qu'il n'en demeure pas moins un consommateur*¹³⁵⁸ ».

980. Les Professeurs Thierry Bonneau et France Drummond estiment qu'il n'est pas possible d'assimiler les deux notions, car les deux statuts ont été élaborés dans des contextes différents¹³⁵⁹. La notion de consommateur a été élaborée par opposition à celle de professionnel afin de délimiter le domaine de protection des consommateurs contre les agissements des professionnels et lutter contre le déséquilibre. La notion d'investisseur a été construite aussi dans une finalité de protection, mais dans un autre contexte – celui de protéger l'investisseur contre le risque financier. Les auteurs tempèrent cette opposition initiale. Ils considèrent qu'aujourd'hui une opposition des deux notions serait anachronique. En effet, le développement de la protection des investisseurs est érigée en principe directeur du droit des marchés financiers. Cette transposition de la technique de protection permet ainsi un *rapprochement* des deux notions¹³⁶⁰. À l'appui de ce rapprochement, on peut citer la protection de la prise de décision d'investissement par des règles de bonne conduite et la délivrance d'informations détaillées dans un prospectus ou un DICI, issues des directives MIF, UCITS, Prospectus et règlement PRIIPS ayant pour finalité la protection des investisseurs de détail.

981. Cependant, le doute sur l'assimilation des deux notions est toujours permis car le législateur traite comme des consommateurs les personnes physiques qui passent des contrats à distance portant sur des services financiers dans le code de la consommation. Or, l'intégration de contrats conclus à distance portant sur des services financiers dans le Code de la consommation et l'exclusion du démarchage financier du même code révèle la volonté du législateur français d'écarter toute assimilation entre les deux notions¹³⁶¹. Si en effet les opérations financières à distance font partie du Code de la consommation, on pourrait

¹³⁵⁷ E. Nicolas, Le principe d'assimilation des investisseurs au consommateur sur les marchés financiers, thèse, Université d'Orléans, sous la dir. de P. Hoang. L'auteur considère que « *ce qui compte finalement, c'est que toute personne physique se voit reconnaître la qualité de consommateur, dès lors que cette personne n'agit pas en qualité de professionnel ou de commerçant* », v. n° 534

¹³⁵⁸ H. Vauplane et J-P. Bornet, Droit des marchés financiers, Litec, 3^{ème} éd., n° 323

¹³⁵⁹ T. Bonneau et F. Drummond, Droit des marchés financiers, op. cité, n° 453

¹³⁶⁰ Les auteurs écrivent que « *le rapprochement des deux notions est dès lors fécond* ».

¹³⁶¹ V. Bonneau et F. Drummond, op. cité, n° 453, note de bas de page n° 2

considérer légitimement qu'en principe l'investisseur ne peut pas être assimilé à un consommateur. En définitive, même si la protection du consommateur s'est construite à l'image de certaines règles du droit de la consommation, l'investisseur n'est pas pour autant un sujet du droit de la consommation. Toutefois, selon les professeurs Hélène Aubry et Natacha Sauphanor-Brouillaud les actes de consommation et d'investissement sont tous les deux vecteurs d'échanges économiques¹³⁶². Ainsi, selon ces auteurs « *le postulat initial d'un droit interne de la consommation protégeant un sujet faible contre un professionnel fort mérite aujourd'hui d'être reconsidéré sous l'impulsion du droit européen. Celui-ci envisage le consommateur comme un acteur économique dont la protection n'est pas conçue per se mais aux fins de développer le marché intérieur [...]* On comprend alors mieux que ce soit un texte d'origine européenne qui a conduit à qualifier l'investisseur de consommateur lorsqu'il contracte à distance¹³⁶³ ». Dès lors, la protection par le droit de la consommation doit être accordée à un investisseur personne physique. Toutefois, cette protection doit être exclue lorsqu'elle contredit la spécificité du fonctionnement des marchés financiers¹³⁶⁴.

982. La rédaction des règles relatives aux contrats conclus à distance portant sur des services financiers montre que l'assimilation de l'investisseur au consommateur doit être refusée lorsque la règle de protection contredit la logique des marchés financiers. Ainsi, l'article L. 121-29, II, 1° du Code de la consommation écarte la possibilité pour le consommateur (investisseur) de contrats conclus à distance portant sur des services financiers de bénéficier du droit de la rétractation lorsque le contrat porte sur les titres financiers soumis à l'aléa boursier. L'exercice du droit de rétractation aurait écarté l'aléa boursier. En outre, le Code de la consommation exclut l'application de la réglementation des clauses abusives dans l'hypothèse où le fournisseur de services financiers se réserve le droit de mettre fin au contrat à durée indéterminée unilatéralement en cas de motif légitime (art. R art. R. 132-2-1, III du C. consom.). Dans cette hypothèse ce n'est pas l'investisseur qui fait l'objet d'une protection, mais le marché financier¹³⁶⁵. En effet, on écarte l'application du droit de la consommation afin d'éviter par exemple une opération non couverte.

¹³⁶² H. Aubry et N. Sauphanor-Brouillaud, La protection de l'investisseur par les législations spéciales : quels critères ? Revue de Droit ban. et fin., n° 6, Novembre 2010, étude 33

¹³⁶³ *Id.*

¹³⁶⁴ *Ibid.* n° 11 : « *L'extension du statut du consommateur à celui de l'investisseur ne fait cependant pas de ce dernier le sujet du droit de la consommation. En effet la protection par cette législation spéciale est exclue lorsqu'elle serait de nature à écarter l'aléa du marché financier* ».

¹³⁶⁵ *Ibid.*

983. Si on considère que la possibilité pour les investisseurs personnes physiques de bénéficier de la nouvelle action de groupe ne contredit pas la logique des marchés financiers, il serait alors possible de les assimiler aux consommateurs, au moins pour l'application de la nouvelle loi. Le professeur Jean-Jacques Daigre estime que le caractère fonctionnel du droit de la consommation permet de « *tout appréhender au gré des réformes législatives* » et que « *la loi du 17 mars 2014 amplifie ce mouvement : les consommateurs de services bancaires et financiers vont pouvoir bénéficier de l'action de groupe, bien qu'elle soit inscrite dans le Code de la consommation*¹³⁶⁶ ». Ainsi, l'assimilation serait possible seulement pour les clients de détail (les investisseurs non-professionnels).

Encore faut-il que le préjudice dont l'investisseur cherche l'indemnisation entre dans les prévisions de la nouvelle loi.

984. Limitation du champ d'application par la définition des préjudices indemnisables.

La première limitation à noter est celle concernant les préjudices autres que patrimoniaux. La nouvelle loi n'est pas applicable aux préjudices corporels et aux préjudices moraux. Le préjudice financier, par nature patrimonial, ne semble pas être concerné par cette limitation. Toutefois, le préjudice résultant d'un manquement à l'obligation d'information, susceptibles d'être qualifié de préjudice moral spécial, n'entrerait pas dans le champ d'application de la loi. D'ailleurs, il faut remarquer que les préjudices moraux nécessitent une appréciation *in concreto* et ne semblent pas se prêter à une procédure collective limitée à des préjudices « *identiques* ». Sous réserve bien évidemment, d'une indemnisation forfaitaire.

985. En outre, l'article L432-1 du Code de la consommation limite la nouvelle procédure à la vente de biens et à la fourniture de services. Cette limitation exclut alors toutes les actions qui n'auraient pas un fondement contractuel¹³⁶⁷. Par conséquent, les préjudices nés d'un abus de marché (manipulation de marché ou délit d'initié) ne peuvent pas être réparés par le recours à une action de groupe. Si cette exclusion est regrettable pour certains¹³⁶⁸, elle serait conforme à la logique consumériste de la loi¹³⁶⁹. De même, il faut exclure les préjudices nés d'un mauvais conseil financier, car ils ne peuvent pas donner lieu à des préjudices de masse.

¹³⁶⁶ J-J. Daigre, Quelques observations sur l'action de groupe dans le secteur bancaire et financier, Banque et Droit, n° Hors-Série Action de groupe, novembre 2014, p. 46, spéc. n°13

¹³⁶⁷ J-J. Daigre, op. précité, n° 18

¹³⁶⁸ V. Magnier, Droit boursier et financier, Actes du Colloque « Action de groupe », Gaz. Pal. Ed. spéc., 15 et 16 mai 2013, p. 2088

¹³⁶⁹ J-J. Daigre, op. précité, n° 18

En effet, étant donné que conseil doit être adapté à la situation personnelle de l'investisseur, le préjudice qui en résulte est propre à l'investisseur qui l'a reçu.

986. En ce qui concerne les préjudices résultant d'une information erronée ou trompeuse incluse dans un prospectus ou un DICI, on peut considérer que tous les investisseurs ayant acheté des titres sur la base de cette information, subissent un préjudice ayant une origine commune.

987. Concernant la procédure, il est regrettable que la nouvelle loi ne prévoie pas en matière financière, à la différence de la procédure prévue en droit de la concurrence¹³⁷⁰, une décision préalable de l'autorité compétente. Cette étape pourrait permettre d'accélérer la procédure compte tenu notamment de l'application possible de la procédure simplifiée, réservée aux cas où l'identité des victimes et le montant de leurs préjudices sont connus.

L'absence de procédure spéciale en matière financière montre que l'action de groupe n'est pas à la base orientée vers ce domaine. Toutefois, il faut déjà se demander si l'action de groupe est adaptée en matière financière.

B/ Une utilité d'intervention discutable

988. Nous avons déjà examiné le domaine de la procédure d'action de groupe de la loi Hamon et l'impossibilité de l'appliquer en matière d'abus de marché. La nouvelle action de groupe « à la française » a été déjà critiquée. Au-delà des critiques, il faut examiner si l'extension de l'action de groupe serait utile et adaptée au contexte financier.

989. Une procédure déjà critiquée. Dès son entrée en vigueur la nouvelle action de groupe a été critiquée¹³⁷¹. À peine un an après son entrée en vigueur, on prévoit d'élargir son domaine d'application. Les députés ont déjà commencé les discussions sur la proposition de loi Hammadi qui vise à introduire l'action de groupe en cas de discrimination. Les critiques principales concernent le domaine assez limité de l'action de groupe et l'impossibilité d'agir pour l'indemnisation des dommages corporels et environnementaux. Dans le domaine financier, comme on l'a examiné l'action de groupe ne peut être intentée dans l'hypothèse

¹³⁷⁰ *Id.*

¹³⁷¹ V. E. Jouffin, Les actions de groupe à la française : un rendez-vous manqué ?, op. cité ; H. LE BORGNE, Action de groupe « à la française », nouvelle gamme et fausses notes, Droit et Patrimoine, 2015, n° 243, v. les articles dans la presse L'action de groupe : un projet de loi pour rien ?, Le monde du 13 mai 2013

d'un abus de marché. Or, la diffusion dans le public d'informations fausses ou trompeuses donne généralement lieu à des préjudices de masse. La diffusion d'informations fausses entraîne un préjudice à tous les investisseurs qui ont acquis leurs titres à un cours supérieur que la vraie valeur du titre. L'absence d'action de groupe et des règles spéciales en droit boursier français a d'ailleurs amené les investisseurs français d'agir en justice devant les tribunaux américains. Cependant, cette voie est désormais fermée car la Cour Suprême des États-Unis a jugé dans l'affaire *Morisson v. National Australia Bank Ltd* que la loi américaine n'est pas d'application extraterritoriale et qu'elle ne peut pas être invoquée par des investisseurs ayant acquis des actions de sociétés étrangères sur des marchés étrangers¹³⁷².

990. Procédure utile ? Les autres critiques concernent la mise en œuvre de la procédure et notamment les moyens financiers pour bien mener la procédure ainsi que sa durée¹³⁷³. Il a été remarqué que « l'action de groupe « à la française » comporte de nombreux obstacles pour les demandeurs et sera souvent une bataille de longue haleine, dont les coûts pourront être très élevés et pas nécessairement facile à préfinancer¹³⁷⁴ ». En effet, il y a un risque que les associations agréées compétentes en matière d'action de groupe n'auraient pas les moyens financiers nécessaires. En outre, compte tenu que les investisseurs doivent prouver leur préjudice, ils seront confrontés toujours à la même difficulté de prouver le lien de causalité entre la fourniture des informations erronées contenues dans un DICI ou prospectus et leur préjudice.

991. Procédure efficace ? L'action de groupe a été longuement attendue en droit français et nombreux étaient ceux qui préconisaient son introduction¹³⁷⁵. D'autres, assez réalistes, ont constaté que la méfiance envers la procédure était assez légitime du fait des effets pervers de celle-ci. En fait, la *class action* était conçue comme un moyen d'équilibrer les forces entre les victimes et les auteurs des fautes, mais elle a entraîné surtout l'enrichissement des cabinets spécialisés en class actions, décrits par certains comme « *l'acharnement contentieux d'officines avides* »¹³⁷⁶. Toutefois, le phénomène outre-Atlantique peut s'expliquer par les

¹³⁷² 561 U.S. 247 (2010), Y. PACLOT Class actions : le vent du boulet... Revue de Droit banc. et fin. n° 4, Juillet 2010, alerte 14

¹³⁷³ H. LE BORGNE, Action de groupe « à la française », nouvelle gamme et fausses notes, op. cité

¹³⁷⁴ J-P. Mattout, Action de groupe et indemnisation du préjudice, Banque et droit, n° Hors-série, nov. 2014

¹³⁷⁵ V. N. Spitz, op. cité, ; L'association ADAM préconise son introduction au niveau communautaire : « Dans le domaine financier et boursier, la mise en place d'une action collective en réparation au niveau de l'Union apparaît nécessaire », Consultation sur le recours collectif, accessible à http://ec.europa.eu/competition/consultations/2011_collective_redress/adam_fr.pdf

¹³⁷⁶ Didier R. Martin, Responsabilité et marchés financiers - Propos introductifs, Bull. Joly Bourse, 01 mai 2007 n° 3, p. 287

spécificités de la *class action* et du contentieux américain : l'existence d'abord d'une procédure de production forcée de preuves (*discovery*) permettant, le cas échéant, de compléter un dossier insuffisant en cours de procédure (*fishing expeditions*) ; la présence de jurys populaires qui sont généralement plus favorables aux victimes que les juges professionnels et enfin la possibilité d'attribution de dommages et intérêts punitifs¹³⁷⁷. En outre, leur développement a été rendu possible, car les actions ont été financées par les cabinets d'avocat spécialisés ayant les moyens financiers suffisants pour déclencher la procédure. Or, une grosse partie des dommages et intérêts payés par les responsables leur sont remboursés après. C'est la raison pour laquelle ces procédures sont devenues très suspectes aux États-Unis¹³⁷⁸. Aussi paradoxal que cela puisse paraître, il serait possible que l'action de groupe en France ne donne pas les résultats attendus pour les mêmes raisons qu'elle a connus des dérives aux États-Unis. Le système américain a connu un tel succès car les avocats acceptent de financer la procédure sachant qu'une partie des dommages et intérêts, en cas de succès, leur sera versée. En outre, la procédure peut être déclenchée même sans avoir de preuves suffisantes des préjudices invoqués. La preuve peut être rapportée par la redoutable procédure de *discovery*. En France, le choix du législateur était de donner la compétence aux associations de consommateurs afin d'éviter les dérives. On peut se douter que les dérives connues outre-Atlantique se reproduiraient en France même si le législateur permet aux cabinets d'avocats de déclencher une action de groupe. En effet, les règles de déontologie très strictes empêcheraient ce genre de dérives. Si la loi Hamon a mis fin à l'interdiction du démarchage par les avocats¹³⁷⁹, les pactes *de quota litis*¹³⁸⁰ sont toujours strictement interdits¹³⁸¹. Inutile alors d'imaginer un acharnement des avocats français s'agissant des actions de groupe tel qu'il existe aux États-Unis. Le choix du législateur, même s'il poursuit un objectif louable mettrait en péril le succès de la nouvelle action de groupe si les moyens financiers, techniques, mais aussi humains dont disposent les associations s'avèrent insuffisants.

¹³⁷⁷ V. C. Arsouze et P. Ledoux, L'indemnisation des victimes d'infractions boursières : Bull. Joly Bourse 2006, p. 399., n° 49

¹³⁷⁸ Leslie, Christopher R., The Significance of Silence: Collective Action Problems and Class Action Settlements. Florida Law Review, Vol. 59, No. 1, 2007. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=997158>

¹³⁷⁹ Art. 13 de la loi n° 2014-344 du 17 mars 2014 relative à la consommation, modifiant l'article 3 bis de la loi n° 71-1130 du 31 décembre 1971 portant réforme de certaines professions judiciaires et juridiques ; v. aussi le décret d'application, décret n° 2014-1251 du 28 octobre 2014 relatif aux modes de communication des avocats, déjà en vigueur

¹³⁸⁰ Le pacte de *quota litis* est la convention par laquelle la fixation des honoraires d'un avocat est déterminée uniquement en fonction du résultat du litige.

¹³⁸¹ Il est intéressant de noter que le législateur anglais a autorisé ce type d'honoraires en 2013, pour certains types de litiges et notamment les litiges civils et commerciaux (Damages Based Agreements or DBAs), avant d'opérer des réformes en matière de *class action*.

992. Quid des actions de groupe dans le domaine financier. Les préjudices résultant d'abus de marché et de l'inobservation des règles d'information par les prestataires constituent un terrain propice aux actions de groupe¹³⁸². Il est possible de constater une multitude de préjudices individuels ayant une origine commune. Ainsi, l'absence d'une action de groupe dans le domaine des abus de marché peut-elle conduire les investisseurs à investir dans des marchés situés dans des pays où la législation est plus protectrice ?¹³⁸³

993. L'autre question qu'il faut se poser c'est de savoir si des différents types de préjudices peuvent être regroupés dans une seule action de groupe. Il a été déjà examiné que le préjudice des investisseurs qui achètent à un cours surévalué et vendent à perte n'est pas le même que celui né de la conservation des titres. Selon, Mme Bacache, la nécessité d'individualiser les préjudices n'est pas un obstacle à l'action de groupe : *« si le dommage peut en lui-même varier d'une personne à l'autre, les autres problèmes juridiques tenant au lien de causalité, à la nature de la faute ou au fait générateur peuvent présenter un caractère suffisamment identique de nature à justifier un traitement conjoint par un recours collectif »*¹³⁸⁴. Cette observation est valable pour le préjudice financier. On peut juste ajouter que l'existence de formules de calcul précises dans les diverses situations permettrait de prendre en compte le préjudice des investisseurs dans une seule procédure de groupe et de les appliquer au stade de l'indemnisation.

994. Existe-t-il des inconvénients de l'introduction d'une action de groupe en matière financière ? Les critiques adressées aux États-Unis à la procédure dans le domaine financier nous amène à la question de savoir si le traitement des préjudices identiques dans une seule procédure doit nécessairement passer par une action de groupe.

995. Au cours de la discussion de la nouvelle loi, il n'a pas été suffisamment évoqué le fait que les victimes aux États-Unis ne perçoivent même pas de dommages et intérêts qui couvrent leurs pertes. À part quelques procédures très médiatisées à l'issue desquelles les responsables doivent payer de sommes exorbitantes, les victimes acceptent le plus souvent de signer une transaction et les dommages et intérêts perçus à l'issue de la procédure ne sont pas très élevés. Si l'indemnisation pèse lourd pour le responsable, les vrais « gagnants » sont les cabinets d'avocats qui perçoivent leurs honoraires et pas les victimes. Un auteur américain a observé que le montant des dommages et intérêts obtenues lors d'une transaction ne dépend pas du

¹³⁸² V. C. Arsouze et P. Ledoux, op. cité, n° 46

¹³⁸³ *Id.*, n° 48

¹³⁸⁴ M. Bacache, Action de groupe et responsabilité civile, op. cité

bien-fondé de l'affaire¹³⁸⁵. Finalement les victimes ne reçoivent qu'une somme qui ne correspond pas à leur vrai préjudice. L'organisme américain NERA a écrit dans son rapport pour l'année 2014 sur les tendances en matière de class action que les dommages et intérêts reçus ont chuté considérablement¹³⁸⁶.

Si les victimes ne sont pas indemnisées intégralement, qu'en est-il de l'autre objectif assigné à l'action de groupe : la dissuasion de pratiques dommageables ?

996. L'action de groupe peut-elle efficacement prévenir les délits et les manquements à la réglementation financière ? Selon les auteurs américains, cette fonction n'a pas pu être remplie. La raison principale réside dans le fait que les dommages et intérêts sont payés en général par les sociétés elles-mêmes ou le plus souvent par les compagnies assurances et non pas par les véritables auteurs des délits. Les affaires Enron et WorldCom dans lesquelles les dirigeants ont dû payer une partie des dommages et intérêts constituent des exceptions assez rares¹³⁸⁷. Pour cette raison le Professeur Donald Langevoort considère que les sociétés sont devenues de vraies cibles des actions de groupe¹³⁸⁸. L'indemnisation est couverte le plus souvent par l'assurance responsabilité civile, elle-même payée par la société.

997. C'est la raison pour laquelle, en 1995 le Congrès américain a réformé le régime des actions de groupe en matière boursière (Private Securities Litigation Act Reforme PSLRA). Le but de la réforme c'était de limiter le nombre des procédures et d'éviter les abus. L'un des dispositifs clés de la réforme, était d'exiger au moment de l'autorisation de l'action de groupe des preuves permettant de constater l'infraction (*heightened pleading standard*). Le demandeur doit prouver l'intention de l'auteur du délit ou préciser les faits qui permettent de déduire l'intention de l'auteur de commettre le délit¹³⁸⁹ (*state with particularity facts giving rise to a strong inference that the defendant acted with the required state of mind*). La

¹³⁸⁵ Janet Cooper Alexander, Do the Merits Matter? A Study of Settlements in Securities Class Actions, 43 Stan. L. Rev. 497 (1991)

¹³⁸⁶ NERA, Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2014 Full-Year Review Settlement amounts plummet in 2014, but post-Halliburton II filings rebound, accessible à http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2015/Full_Year_Trends_2014_0115.pdf

¹³⁸⁷ Statement of the Honorable Joseph A. Grundfest, Stanford Law School, to the Meeting of the Advisory Committee on the Auditing Profession 4 (Feb. 4, 2008), accessible à <http://www.treasury.gov/about/organizational-structure/offices/Documents/Grundfest%2002-04-08%20Testimony.pdf>

¹³⁸⁸ Donald 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, 635 (2007)

¹³⁸⁹ Perino, Michael A., Did the Private Securities Litigation Reform Act Work? (October 2002). Columbia Law and Economics Working Paper No. 211; St. John's Legal Studies Research, accessible à <http://ssrn.com/abstract=346840>

procédure de discovery est toujours ouverte, mais le demandeur doit prouver qu'il va subir un préjudice si la procédure n'est pas autorisée ou si la procédure de discovery est le seul moyen de préserver les preuves¹³⁹⁰. Selon le Professeur Bainbridge, il est encore difficile de savoir si l'avantage social tiré de l'élimination des procédures abusives du fait des conditions contraignantes issues de la réforme compensera l'élimination des litiges pourtant bien-fondés, mais qui ne sont pas jugées du fait des nouvelles conditions d'ouverture¹³⁹¹.

998. Un autre inconvénient à l'introduction de l'action de groupe en matière financière, a été soulevé dans le rapport de l'AMF relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants. Les rédacteurs du rapport ont soulevé un inconvénient propre au fonctionnement des marchés financiers : il « *réside dans le paradoxe qu'il y aurait à voir des épargnants ou des actionnaires gagner leur action collective en responsabilité contre la société et recevoir de la part de celle-ci une indemnisation qui serait susceptible d'en dégrader les comptes et, par voie de conséquence, la valeur boursière, ce qui diminuera d'autant leur patrimoine financier* »¹³⁹². En effet, la médiatisation de l'ouverture d'une action de groupe peut avoir un effet néfaste sur le cours de l'émetteur poursuivi en justice. Les investisseurs qui restent dans la société seront lésés du fait de la procédure judiciaire.

999. Le groupe de travail n'a pas entendu se prononcer sur l'opportunité d'introduire en droit français une action de groupe qui est pourtant fortement demandée par les représentants des épargnants et des investisseurs. Cependant, les professionnels (émetteurs et établissements financiers) s'opposent fortement à l'idée d'introduire l'action de groupe en matière financière. Le rapport de l'AMF évoque d'autres problèmes qui se poseraient en cas d'introduction d'une action de groupe relatifs aux difficultés d'évaluation et de preuve du préjudice. Cependant, ces problèmes ne sont pas propres à l'introduction d'une action de groupe, car ils se posent aussi dans l'hypothèse d'une demande d'indemnisation individuelle.

1000. Malgré les inconvénients examinés, il serait quand même possible d'introduire une action de groupe. Il serait notamment concevable d'introduire une action de groupe dans le domaine d'abus de marché. En effet, les inconvénients liés à l'action de groupe ne doivent pas cacher ses avantages. D'une part, l'existence de l'action de groupe peut accroître la confiance

¹³⁹⁰ 15 U.S.C. §§ 77z-1(b)(2), 78u-4(b)(3)(B)

¹³⁹¹ Site Internet de Professeur Bainbridge :

<http://www.professorbainbridge.com/professorbainbridge.com/2004/07/perhaps-merits-matter-after-all.html>

¹³⁹² Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, Groupe de travail présidé par Jacques Delmas-Marsalet et Martine Ract-Madoux, membres du Collège de l'AMF du 25 janvier 2011, p. 30

des investisseurs¹³⁹³. Et d'autre part, l'existence d'une action de groupe peut aussi constituer un moyen de pression permettant d'accroître les chances de succès d'une procédure amiable : « en effet, les médiations ont d'autant plus de chance de réussir que, en cas d'échec, il y a une menace crédible de recours au juge¹³⁹⁴ ». Cependant, son introduction doit être accompagnée avec la création de règles d'évaluation et d'établissement du préjudice. Il vaut mieux cependant que cette action soit conceptualisée au niveau européen afin d'éviter un traitement différent des investisseurs dans chaque État membre.

1001. On peut évoquer quelques points sur la mise en œuvre d'une action de groupe en matière financière :

- A l'image de l'action de groupe existante, la procédure pourrait suivre deux étapes. Dans une première étape, on peut confier la compétence de statuer sur le fait dommageable aux autorités de régulations nationales. Au cours de la deuxième étape les juges nationaux statueront sur l'indemnisation des préjudices. La spécificité de la matière exige des compétences en matière financière – le contentieux peut être attribué aux TGI et notamment au pôle financier.
- L'initiative de la procédure pourrait être accordée aux investisseurs, soit réunis en association, soit choisir l'investisseur ayant subi le préjudice le plus important financièrement comme chef de file. Il est possible d'écarter le monopole des associations en cas de nombre suffisant d'investisseurs demandeurs afin de faciliter l'accès à cette procédure. Il faut aussi éviter de spolier les petits investisseurs et prévoir que les frais de procédure ne peuvent pas dépasser un montant donné – par exemple 20% du nominal de la créance d'indemnisation.
- Prévoir la possibilité de se joindre à la procédure, *opt-in*, dans un délai déterminé et en tout cas avant la décision de l'autorité statuant sur la responsabilité. En effet, afin de privilégier une procédure à l'amiable, il vaut mieux que le groupe soit constitué avant cette décision¹³⁹⁵.

¹³⁹³ G. RAMEIX, président de l'AMF, Revue Lamy Droit des Affaires, 2014, n° 94 Supplément, Quelles stratégies face aux abus de marché ? Réparer, transiger, sanctionner, Réflexions conclusives. Cet avantage a été évoqué par rapport à la commercialisation de produits financiers ou à la vente de services financiers.

¹³⁹⁴ J. Delmas-Marsalet, Protection de l'investisseur : vers une meilleure réparation du préjudice financier, Bull. Joly Bourse, 1^{er} mars 2013, n° 3, p. 155

¹³⁹⁵ V. la proposition dans le rapport de l'AMF précité, p. 32

Section 2 Inadaptation des règles de droit commun

1002. Dans le domaine du droit de la concurrence, la CJCE a reconnu dans l'affaire *Courage*¹³⁹⁶ de droit de toute personne à demander la réparation du préjudice qu'elle subit à cause d'un comportement restrictif de concurrence. La CJCE a affirmé que le droit d'agir en responsabilité renforce le caractère opérationnel des règles communautaires de concurrence et décourage les accords ou les pratiques, susceptibles de restreindre ou de fausser le libre jeu de la concurrence. En outre, la question de l'indemnisation du préjudice concurrentiel a donné lieu à une directive spéciale. En matière financière, l'article 1^{er} du Règlement Abus de marché vise « à empêcher les abus de marché afin de garantir l'intégrité des marchés financiers de l'Union et d'accroître la protection des investisseurs et leur confiance »¹³⁹⁷. Cependant, on peut constater que la spécificité du préjudice financier est pour l'instant ignorée dans le domaine financier car il n'existe pas de régime spécial de responsabilité (§1), alors que dans d'autres domaines où l'application de droit commun empêcherait l'indemnisation des victimes on a élaboré des règles spéciales (§2).

§1. Absence de règles spécifiques d'indemnisation en matière financière

1003. Force est de constater l'absence en droit français d'un régime spécial en matière de droit financier. Il n'existe de règles spéciales de responsabilité ni en matière d'abus de marché, ni en matière de prospectus.

1004. En outre, au niveau européen, l'action de la Commission européenne a été concentrée sur l'harmonisation des règles de sanction des pratiques d'abus de marché et les pratiques prohibées. La responsabilité civile relève du droit national. Un rapport de l'ESMA de 2013 met en évidence que la plupart des Etats membres ne prévoient pas de règles spéciales de responsabilité dans le domaine du prospectus¹³⁹⁸. Toutefois, l'Allemagne et la Grande Bretagne prévoient des règles spécifiques qui améliorent sensiblement la tâche probatoire des éventuelles victimes de fausses informations contenues dans un prospectus¹³⁹⁹. Certes, le

¹³⁹⁶ CJCE 20 septembre 2001, C-453/99, *Courage c/Crehan*

¹³⁹⁷ Règlement 596/2014 du 16 avril 2014

¹³⁹⁸ Report, Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive, 30 Mai 2013, ESMA/2013/619

¹³⁹⁹ V. *supra* n°763, n°766

régime le plus élaboré en matière financière reste celui du droit américain où le législateur a créé des règles spéciales applicables en cas de manipulation de marchés, d'informations erronées contenues dans un prospectus¹⁴⁰⁰ et une règle spéciale dans le domaine du délit d'initié¹⁴⁰¹. On peut constater une différence de situation des investisseurs même dans les différents pays membres de l'Union européenne. Un investisseur français trouvera beaucoup plus de difficultés d'être indemnisé sous le droit français qu'un investisseur allemand ou anglais.

1005. De même, il n'existe pas de règles spécifiques ou, au moins de méthodes, adaptées au préjudice financier, qui permettront aux juges de calculer le préjudice. Or, aux États-Unis nous avons déjà eu l'occasion d'examiner la règle de calcul connue sous le terme de « *out of pocket* ».

1006. L'absence de règles spéciales a abouti à un système commode d'indemnisation qui n'est pas cependant adapté aux spécificités du préjudice financier. L'application de la perte de chance, simplifie sensiblement le travail des juges, mais a pour conséquence de diminuer l'indemnisation du préjudice subi. En outre, toute violation d'une règle ayant pour objet d'assurer une décision en pleine connaissance de cause de l'investisseur semble pouvoir donner lieu à une perte de chance. Ainsi, la diffusion d'une information fausse ou trompeuse peut donner lieu à une indemnisation même s'il n'y a pas de préjudice réel. Ce résultat paradoxal de l'application de la perte de chance peut être constaté à la lecture d'un arrêt de la Cour de cassation du 6 mai 2014¹⁴⁰². Dans cette affaire la société Marionnaud et deux personnes, qui exerçaient à l'époque les fonctions de dirigeant, ont été condamnées par la Commission des sanctions de l'AMF pour diffusion de communiqués contenant des informations inexactes sur la situation financière de la société. Les juges du fond ont condamné la société à indemniser un de ses actionnaires. Celui-ci reprochait à la société d'avoir réalisé des arbitrages en méconnaissance de la situation financière et économique réelle de la société. Sans surprise ce préjudice a été qualifié comme une perte de chance. Dans son pourvoi en cassation, la société reproche à la cour d'appel d'une part, de ne pas avoir constaté un lien de causalité effectif entre l'opération réalisée ou la conservation des titres et la communication des informations et d'autre part, que la société ne prouve pas de préjudice

¹⁴⁰⁰ V. *supra* n°752 et s. et la note très complète de P-H. Conac, 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, §70, p. 359

¹⁴⁰¹ V. *supra* n°709

¹⁴⁰² Cass. Com., 6 mai 2014, n° 13-17632 et 13-18473, Publié au bulletin, affaire *Marionnaud*

effectif. Le premier moyen, bien tenté, était voué à l'échec car le préjudice de perte de chance ne nécessite pas la constatation d'un lien de causalité entre la faute et la réalisation concrète de l'opération (achat/vente/conservation). C'est justement cette preuve, très difficile à rapporter en pratique, que la perte de chance permet d'éviter. On cherche juste à savoir si la faute empêche un arbitrage en connaissance de cause. Ce qui est quasi automatique dès lors que la faute est établie – tous les investisseurs qui ont achetés leurs titres après la diffusion du communiqué ont subi une perte de chance.

1007. C'est en analysant le deuxième moyen du pourvoi que l'application de la perte de chance montre ses limites. La société soutient que l'investisseur n'établit pas son préjudice en l'espèce : « *la continuité de la possession par Esca [l'investisseur victime] des titres litigieux acquis en 2003 et 2004 n'était pas établie par la production d'un relevé complet des mouvements de son portefeuille d'actions, aucune preuve n'étant apportée de ce qu'elle n'aurait pas, durant cette période, procédé à d'autres opérations sur ces titres, par exemple en revendant certains pour en acheter d'autres et ainsi réaliser des plus-values sur reventes* ». En l'espèce, la société qui se prétend victime n'a pas démontré une perte effective. Il a été invoqué dans le moyen, que l'investisseur a réalisé des plus-values qui ont compensé les moins-values. Cet argument est assez légitime au regard de la charge de la preuve dans un procès civil. Il appartient à la victime de démontrer son préjudice ainsi que son montant. On constate que la perte de chance est appliquée du seul fait de la commission de la faute car on indemnise l'absence d'arbitrages éclairés. Le résultat est le suivant : ceux qui ont réellement subi une perte ne sont pas indemnisés intégralement, alors que ceux qui n'ont pas réalisé d'opération à perte sont indemnisés même en l'absence d'une moins-value du seul fait qu'ils n'ont pas pu renoncer à un investissement déjà réalisé, c'est-à-dire ceux qui se sont juste contentés de conserver leurs titres.

1008. Il est incontestable que le système actuel n'est pas adapté au préjudice financier. L'application de la perte de chance ne permet pas de prendre en compte :

- si les titres sont acquis, cédés ou conservés ;
- la variation du cours suite à l'acte dommageable ;
- le prix d'acquisition ou de cession ;
- l'éventuelle cession à un cours encore sous l'influence de la faute ayant pour effet d'augmenter artificiellement le cours.

1009. L'arrêt examiné ci-avant atteste que l'évaluation ne prend pas en compte la spécificité du préjudice financier : le fait qu'il résulte de la variation d'une valeur ou du cours d'un titre. D'ailleurs, l'inadaptation du système actuel d'évaluation a déjà été relevée par la doctrine¹⁴⁰³. En outre, plusieurs juristes, réunis dans une commission sous l'égide du « club des juristes », ont formulé des propositions afin d'évaluer mieux le préjudice financier. La commission propose de prendre en compte la perte de valeur réalisée et non seulement la perte de chance : *« la Commission propose d'établir une méthode rigoureuse d'évaluation du préjudice réparable devant les juridictions civiles, fondée sur une individualisation des préjudices subis et tenant compte de l'impact réel de la fausse information sur le prix des titres financiers »*¹⁴⁰⁴. Nous approuvons cette proposition car l'évaluation du préjudice financier doit prendre en compte sa spécificité¹⁴⁰⁵.

On peut constater que dans d'autres domaines la spécificité du préjudice a été prise en compte.

§2. Constat d'apparition de règles spécifiques dans d'autres domaines

1010. Il existe plusieurs régimes de responsabilité spéciaux, mais on va examiner les réformes en matière de lutte contre la contrefaçon (A) et en matière de concurrence (B) car dans ces deux domaines on retrouve les mêmes problèmes de preuve et d'évaluation du préjudice qu'en matière financière.

A/ Réforme opérée en matière de contrefaçon

1011. Depuis la loi du 29 octobre 2007¹⁴⁰⁶ sur la lutte contre la contrefaçon le Code de la propriété intellectuelle prévoit des dispositions spéciales relatives à l'indemnisation des préjudices résultants d'une contrefaçon¹⁴⁰⁷. La loi de 2007 transposait en droit français la

¹⁴⁰³ N. Spitz, op. cité ; C. Clerc, op.cité ; D. Martin, Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard, Mélanges AEDBF Finance 2013 p. 399 et s., A. Gaudemet, op. cité ; v. contre G. Chacornac, op. cité et D. Schidt, Fausse information et « préjudice boursier », Bull. Joly Bourse, Janvier 2012, p. 1

¹⁴⁰⁴ V. Proposition n° 1, in l'interview donné par A. Lévy-Lang pour le Bull. Joly Bourse, 1^{er} mai 2015, n° 5, p. 198, propos recueillis par M. Dimitrijevic

¹⁴⁰⁵ V. sur l'évaluation du préjudice *supra* n°866, n°871, n°884

¹⁴⁰⁶ L. n° 2007-1544 du 29 octobre 2007 de lutte contre la contrefaçon

¹⁴⁰⁷ V. les art. L331-1-3, L521-7, L615-7, L623-28, L716-14, L722-6 du CPI

Directive relative au respect des droits de propriété intellectuelle¹⁴⁰⁸. Cette directive imposait de prévoir des dommages-intérêts *adaptés* au préjudice subi par le titulaire du droit contrefait¹⁴⁰⁹. Les dispositions de la loi de 2007 ont déjà été modifiées par la loi du 11 mars 2014 renforçant la lutte contre la contrefaçon¹⁴¹⁰.

1012. Le législateur français a adopté un système d'indemnisation comportant une alternative pour le juge si la victime le demande. Pour fixer les dommages et intérêts, la juridiction prend en considération : « *les conséquences économiques négatives, dont le manque à gagner, subies par la partie lésée, les bénéfices réalisés par l'auteur de l'atteinte aux droits et le préjudice moral causé au titulaire de ces droits du fait de l'atteinte* ». A titre d'alternative et sur demande de la partie lésée, le juge peut allouer une somme forfaitaire qui ne peut être inférieure au montant des redevances ou droits qui auraient été dus si l'auteur de l'atteinte avait demandé l'autorisation d'utiliser le droit auquel il a porté atteinte.

1013. La mention du manque à gagner et du préjudice moral constitue un simple rappel des chefs de préjudices normalement indemnisés par le juge et n'appellent pas de commentaires supplémentaires. La principale innovation de la loi de 2007 réside dans la mention des bénéfices réalisés par le contrefacteur que le juge doit prendre en considération pour le calcul des dommages et intérêts¹⁴¹¹.

1014. La notion de « bénéfices réalisés » appartient plus à la sphère de la peine privée que de celle de l'indemnisation stricte du préjudice¹⁴¹². Afin d'adapter la réparation à la contrefaçon, le législateur a dû permettre d'aller au-delà du préjudice subi. En effet, il a été démontré que le principe de la réparation intégrale n'était pas adapté à la réparation de la contrefaçon¹⁴¹³. L'indemnisation stricte du préjudice peut donner lieu à un enrichissement injustifié du contrefacteur. Afin de sanctionner cette faute lucrative il faut donc confisquer les bénéfices réalisés par l'auteur de la faute. En outre, on ne peut pas dissuader la commission de contrefaçons si on laissera aux contrefacteurs les profits réalisés¹⁴¹⁴.

¹⁴⁰⁸ Directive n° 2004/48/CE du 29 avril 2004

¹⁴⁰⁹ V. l'art. 13 de la directive précitée

¹⁴¹⁰ L. n° 2014-315 du 11 mars 2014 renforçant la lutte contre la contrefaçon

¹⁴¹¹ C. Maréchal, L'évaluation des dommages-intérêts en matière de contrefaçon, RTD Com. 2012 p. 245

¹⁴¹² F. STASIAK, Les sanctions de la contrefaçon, Communication Commerce électronique n° 1, Janvier 2009, étude 1

¹⁴¹³ ; C. Coutant-Lapalus, Le principe de la réparation intégrale en droit privé, PUAM, 2002, n° 514 ; M. Béhar-Touchais, Comment indemniser la victime de la contrefaçon de façon satisfaisante ? in La contrefaçon, colloque IRPI, Litec, p. 105 ; P.-Y. Gautier, Propriété littéraire et artistique, PUF, 7^{ème} éd., n° 792 s.

¹⁴¹⁴ C. Maréchal, op. cité, citant le rapport du Sénat du 15 juillet 2009, par MM. Anziani et Béteille.

1015. Afin d'adapter la réparation de la contrefaçon il fallait écarter l'application du principe de la réparation intégrale qui suppose de réparer tout le préjudice, mais rien que le préjudice. Les bénéfices retirés par le contrefacteur ne font pas partie du préjudice subi par la victime, car « *il n'existe pas de corrélation mécanique entre les profits du premier et les pertes de la seconde*¹⁴¹⁵ ».

1016. On peut constater que l'interprétation de la loi n'est pas des plus simples – s'agit-il réellement de dommages et intérêts restitutoires¹⁴¹⁶ ? L'expression « *la juridiction prend en considération* » ne permet pas de saisir clairement la volonté du législateur. Pour certains on peut voir « *une forme de dommages et intérêts punitifs encore que, stricto sensu, ces derniers sont normalement fonction de la gravité de la faute*¹⁴¹⁷ ». D'autres auteurs soulignent l'ambiguïté du rapport devant le Sénat relatif au premier bilan de la loi du 29 octobre 2007¹⁴¹⁸ : « *l'intention du législateur [...] était de conduire les magistrats à réévaluer le calcul des dédommagements accordés mais sans contrevenir au droit commun de la responsabilité, fondé sur la réparation stricte mais intégrale du préjudice* » et que la loi de 2007 n'autorisait le juge à « *attribuer à la victime tout ou partie des bénéfices réalisés par le contrefacteur grâce à la contrefaçon [que] dans la limite de la réparation du préjudice*¹⁴¹⁹ ».

1017. Cette difficulté d'interprétation pourrait expliquer le recours encore « timide » des juges aux bénéfices réalisés par le contrefacteur. Mme Maréchal constate que pour l'instant peu de décisions s'y réfèrent : « *les évaluations proposées par le demandeur ne les incluent que rarement. Quant aux juges, ils les mentionnent parfois sans que cela ait d'incidence sur le calcul, soit qu'ils constatent l'impossibilité de déterminer les bénéfices, soit qu'ils ordonnent la production de pièces destinées à les connaître et ne prononcent alors qu'une provision*¹⁴²⁰ ».

1018. En guise de conclusion, on peut dire que la mention des bénéfices réalisés montre que l'on s'écarte du principe d'équivalence des dommages-intérêts au préjudice subi, car la notion des bénéfices se rapporte à des éléments propres au responsable et pas seulement à la victime.

¹⁴¹⁵ F. STASIAK, op. cité

¹⁴¹⁶ C. Maréchal, op. cité

¹⁴¹⁷ F. STASIAK, op. cité

¹⁴¹⁸ C. Maréchal, op. cité

¹⁴¹⁹ Rapport d'information n° 296 (2010-2011) de MM. Laurent BÉTEILLE et Richard YUNG, fait au nom de la commission des lois, déposé le 9 février 2011, accessible à <http://www.senat.fr/rap/r10-296/r10-296.html>

¹⁴²⁰ V. C. Maréchal, op. cité et la jurisprudence citée

Le juge peut donc prononcer des dommages-intérêts qui ne seraient pas exclusivement compensatoires, car ils peuvent dépasser l'indemnisation du préjudice subi¹⁴²¹.

Dans le domaine du droit de la concurrence, il existe un régime d'indemnisation beaucoup plus élaboré.

B/ La réforme en matière de préjudices concurrentiels

1019. Position du problème. Le contentieux de la concurrence place les victimes dans une situation comparable qu'en matière financière, s'agissant de l'établissement du préjudice de pratiques anti-concurrentiels et de son évaluation¹⁴²².

1020. La loi du 2 août 2005 en faveur des petites et moyennes entreprises n'a pas créé de mesures spéciales destinées à améliorer la situation des victimes même si le rapport de la Commission Canivet préconisait de rendre plus efficace le recours au juge tant sur le plan civil que sur le plan pénal¹⁴²³.

1021. Il est assez délicat pour une victime de cartel ou d'un acheteur indirect de prouver son préjudice. Dans les deux hypothèses, la vraie difficulté réside dans l'établissement du lien de causalité entre la pratique en cause et le préjudice allégué. S'agissant de l'acheteur indirect, il doit prouver la répercussion d'une pratique sur le surcoût qu'il subit. En effet, l'acheteur intermédiaire se trouve dans la chaîne de distribution et peut donc répercuter le surcoût initial sur ses propres clients. Du coup, l'acheteur intermédiaire peut subir un surcoût, mais juste partiel, dans la mesure où il peut répercuter le surcoût initial sur ses propres clients. Dans un arrêt du 15 juin 2010, la Cour de cassation a admis la possibilité de demander la réparation du préjudice subi par les victimes indirectes d'un participant à une entente anticoncurrentielle¹⁴²⁴. Cependant, la Cour a exigé que l'acheteur intermédiaire apporte la preuve qu'il n'a pas lui-même répercuté de surcoût à ses clients. La Cour de cassation a fait peser ainsi sur le

¹⁴²¹ *Id.*

¹⁴²² V. sur la difficulté de calculer le préjudice D. Fasquelle, Les dommages et intérêts en matière anticoncurrentielle, *Rev. conc. consom.*, mai-juin 2000, n° 115, p. 14

¹⁴²³ M. CHAGNY, Vues plurielles sur le contentieux des dommages concurrentiels, *Revue Lamy de la Concurrence* 2005, n°5

¹⁴²⁴ Cass. Com., 15 juin 2010, n° de pourvoi 09-15816, Non publié au bulletin, note Y. Utzschneider et H. Parmentier, Réparation du préjudice lié à une infraction au droit de la concurrence : la Cour de cassation accepte le « passing on défense », *D.* 2010 p. 2781

demandeur une charge de la preuve très lourde¹⁴²⁵. Ce qui constituait un obstacle non négligeable sur l'établissement du préjudice et par conséquent sur la mise en œuvre du droit de la responsabilité en droit de la concurrence.

1022. Directive relative à certaines règles régissant les actions en dommages et intérêts.

L'amélioration de la situation des victimes est venue sous l'impulsion de la Commission européenne¹⁴²⁶. La Commission a voulu favoriser le développement des actions en dommages et intérêts et ses livres vert de 2005 puis blanc de 2008 sur les actions en dommages et intérêts ont finalement abouti à la directive du 26 novembre 2014 relative aux actions en dommages et intérêts pour les infractions aux dispositions du droit de la concurrence des États membres et de l'Union européenne¹⁴²⁷. Dans ses grandes lignes la directive introduit des mécanismes de divulgation des preuves, assortis d'exceptions, reconnaît le caractère contraignant des décisions de l'autorité nationale de concurrence constatant une infraction au droit de la concurrence, établit le principe de responsabilité solidaire des co-auteurs et reconnaît sa faveur pour les modes alternatifs de résolution des conflits¹⁴²⁸.

1023. Évaluation du préjudice. S'agissant du calcul des dommages et intérêts, la directive rappelle le principe de la réparation intégrale. Par conséquent, le principe fondamental d'indemnisation reste le principe d'indemnisation intégrale. Dans son article 3 la Directive reconnaît que la réparation a pour objet de « *replacer une personne ayant subi un tel préjudice dans la situation où elle aurait été si l'infraction au droit de la concurrence n'avait pas été commise* ». La Directive interdit des réparations excessives « *que ce soit au moyen de dommages et intérêts punitifs ou multiples ou d'autres types de dommages et intérêts* ». La Directive ne reconnaît pas expressément des dommages et intérêts restitutoires en cas de faute lucrative¹⁴²⁹. Le Livre vert envisageait pourtant, dans l'une des options proposées, le calcul

¹⁴²⁵ Y. Utzschneider et H. Parmentier, Réparation du préjudice lié à une infraction au droit de la concurrence : la Cour de cassation accepte le « passing on défense, op. précité

¹⁴²⁶ E. CLAUDEL L'essor des sanctions en droit de la concurrence. - Quelle efficacité ? Quelles garanties ? Contrats Concurrence Consommation n° 6, Juin 2014, dossier 13

¹⁴²⁷ Directive n° 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 national pour les infractions aux dispositions du droit de la concurrence des États membres et de l'Union européenne

¹⁴²⁸ E. CLAUDEL, op. cité ;

¹⁴²⁹ Pour une note en faveur des dommages et intérêts punitif dans le domaine de la concurrence v. M. Chagny, La place des dommages-intérêts dans le contentieux des pratiques anticoncurrentielles, RLC 2005/4, n° 340

des dommages et intérêts en fonction des « *du gain illicite réalisé par l'auteur de l'infraction (récupération d'un gain illicite)* »¹⁴³⁰.

1024. Les règles en matière de charge de la preuve. L'amélioration de la situation des victimes est effectuée grâce à l'allègement du fardeau probatoire.

L'article 17 de la Directive édicte, dans le seul cas des ententes, une présomption simple selon laquelle une telle « *infraction a causé un préjudice* ». Cette solution rappelle les présomptions de préjudice en matière de concurrence déloyale. Cependant, la directive permet la preuve contraire par le responsable alors que la jurisprudence semble dénier à l'auteur des pratiques de concurrence déloyale toute possibilité de rapporter la preuve contraire¹⁴³¹.

1025. La Directive améliore aussi la situation des intermédiaires qui subissent des répercussions. Il a été observé que les intermédiaires de la chaîne économique rencontrent des difficultés probatoires considérables concernant répercussion de la pratique. La Directive prévoit que « *la charge de la preuve concernant l'existence et l'ampleur de cette répercussion incombe au demandeur* » mais instaure une présomption opérant un renversement de la charge de la preuve. Le renversement de la charge de la preuve opère lorsque :

- le défendeur a commis une infraction au droit de la concurrence;
- l'infraction au droit de la concurrence a entraîné un surcoût pour l'acheteur direct du défendeur et
- l'acheteur indirect a acheté les biens ou services concernés par l'infraction au droit de la concurrence, ou acheté des biens ou services dérivés de ces derniers ou les contenant¹⁴³².

Il appartient au défendeur de rapporter la preuve inverse – « *le surcoût n'a pas été répercuté sur l'acheteur indirect, ou qu'il ne l'a pas été entièrement* » (« *passing-on defence* »).

1026. Ces présomptions améliorent ainsi sensiblement l'efficacité de la réparation des victimes. Or, comme l'a très justement souligné un auteur, « *la preuve diabolique est*

¹⁴³⁰ Comm Communication Comm. CE, Livre vert sur les actions en dommages et intérêts pour infraction aux règles communautaires sur les ententes et les abus de position dominante, 19 déc. 2005, COM (2005) 672 final, option 15

¹⁴³¹ 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

¹⁴³² Art. 14 de la Directive

*l'ennemie de l'effectivité des droits subjectifs*¹⁴³³ ». La Directive prévoit aussi des règles spéciales afin d'assurer l'accès aux pièces nécessaires à l'établissement de la preuve.

1027. Les règles en matière d'administration de la preuve. La directive prévoit une procédure de production de documents proche de la procédure américaine de *discovery* contre les contrevenants¹⁴³⁴. Selon l'article 5 de la directive « *1. Les États membres veillent à ce que, [...] les juridictions nationales soient en mesure d'enjoindre au défendeur ou à un tiers de produire des preuves pertinentes qui se trouvent en leur possession (...). 2. Les États membres veillent à ce que les juridictions nationales puissent ordonner la production de certains éléments de preuves ou de catégories pertinentes de preuves, circonscrites de manière aussi précise et étroite que possible, sur la base de données factuelles raisonnablement disponibles dans la justification motivée. 3. Les États membres veillent à ce que les juridictions nationales limitent la production des preuves à ce qui est proportionné* ». En vertu du principe de proportionnalité, il faut prendre en compte les différents intérêts en présence tels que le coût de la production de document, la confidentialité des informations et les secrets professionnels.

1028. La Directive prévoit aussi une sanction afin de garantir l'accès à la preuve : « *Les États membres veillent à ce que les juridictions nationales soient effectivement en mesure d'infliger des sanctions aux parties, à des tiers et à leurs représentants légaux* » en cas de non-respect de l'injonction de production de preuve. » Les sanctions infligées par les juridictions nationales doivent être effectives, proportionnées et dissuasives. En outre, les sanctions à la disposition des juridictions nationales prennent en compte le comportement d'une partie et notamment la faculté de tirer des conclusions défavorables. La procédure de *discovery* est un mécanisme qui a prouvé son efficacité, mais il crée le risque de servir de « filet de pêche à l'information » (*fishing expedition*)¹⁴³⁵. Par ailleurs, l'article 6 de la directive permet la transmission des dossiers de l'autorité de la concurrence aux tribunaux étatiques.

On peut constater que dans un domaine où la preuve du préjudice pose les mêmes difficultés qu'en matière financière les autorités européennes ont créé un régime spécial. En matière financière, la situation des investisseurs peut être sensiblement améliorée par la création d'un régime spécial.

¹⁴³³ H. Barbier L'accès des victimes d'une entente au dossier d'une autorité de la concurrence, RTD Civ. 2013 p. 843

¹⁴³⁴ C. Brömmelmeyer, E. Jeuland et M.Serafimova, Directive Private enforcement : l'Union européenne dépasse-t-elle les bornes ? JCP G, mars 2015, n° 12, doct. 343

¹⁴³⁵ *Id.*

Conclusion du Chapitre

1029. Avec l'examen des procédures offertes aux investisseurs et l'absence de régime spécial applicable au préjudice financier, nous avons constaté plusieurs problèmes relatifs à l'exercice du droit à l'indemnisation. Il ressort de l'examen des actions des associations de défense des investisseurs et de la nouvelle action de groupe que ces procédures ne sont pas assez souples afin de permettre un exercice effectif de l'action des investisseurs : d'une part, les conditions d'exercice de l'action des associations de défense des investisseurs sont trop rigides et d'autre part, le domaine d'application de l'action de groupe est tellement restreint que cette procédure n'est pas ouverte en cas d'abus de marché et ne reste possible en matière financière que de manière résiduelle à condition toutefois de reconnaître la qualité de consommateur à l'investisseur personne physique.

1030. En outre, en l'absence de régime spécifique, c'est le droit commun de la responsabilité qui s'applique. Or, l'application du droit commun confronte l'investisseur à plusieurs problèmes récurrents liés à l'établissement du préjudice, sa preuve et son calcul. L'application actuelle de la perte de chance ne permet que d'éluder ces problèmes sans prendre en compte la spécificité du contexte financier. Nous avons examiné que dans d'autres matières l'indemnisation du préjudice fait l'objet de dispositions spécifiques qui sont justement justifiées par la particularité du préjudice subi (*cf.* contrefaçon et préjudice concurrentiel). En outre, en Angleterre, en Allemagne et surtout aux États-Unis, la situation des investisseurs est bien meilleure, car ces systèmes étrangers ont prévu des règles spécifiques en matière financière.

Dès lors, nous allons nous intéresser dans le chapitre qui suit à la possibilité d'introduire des régimes d'indemnisation spéciaux en droit français.

Chapitre II

Vers l'introduction de régimes d'indemnisation spéciaux

1031. Dans le chapitre précédent nous avons examiné les dispositions spéciales introduites pour l'indemnisation du préjudice en matière de contrefaçon et en matière du droit de la concurrence. Nous allons nous intéresser à présent aux différentes possibilités qui s'ouvrent pour la création de régimes d'indemnisation adaptés au préjudice financier. Afin d'améliorer l'exercice du droit à l'indemnisation du préjudice financier, il est possible de prévoir des règles spéciales. Nous allons consacrer nos développements à la recherche de règles spéciales de procédure (Section 1) et de fond (Section 2).

Section 1 Amélioration de la réparation par l'introduction de règles de procédure spéciales

1032. Nous avons déjà examiné que la représentation conjointe n'a pas eu le succès escompté. Quant à l'action de groupe, la loi ne permet pas son application dans le domaine des abus de marché. On constate que les voies dont disposent les investisseurs pour obtenir réparation des préjudices subis sont insuffisantes¹⁴³⁶. En cas d'abus de marché, les investisseurs agissent généralement devant le juge pénal. En effet, l'action devant le juge pénal permet d'alléger en partie le fardeau probatoire car c'est le juge pénal qui doit rapporter la preuve de la commission du délit. Cependant, le champ des délits boursiers et financiers est plus étroit que celui des préjudices pouvant naître de placements financiers¹⁴³⁷. En outre, le recours au juge pénal ne permet pas de résoudre les difficultés d'indemnisation parce que les problèmes liés à la preuve et à l'évaluation sont en quelque sorte éludés par l'application de la perte de chance.

L'efficacité de la réparation de point de vue procédural peut être améliorée de deux manières : d'une part, par l'amélioration du traitement du contentieux boursier (§1), et d'autre part, par l'accélération de la réparation (§2).

¹⁴³⁶ M. ROUSSILLE, Rapport sur l'indemnisation des préjudices boursiers : comment l'AMF voit sa place, Droit des sociétés n° 4, Avril 2011, repère 4

¹⁴³⁷ *Id.*

§1. L'amélioration du traitement du contentieux financier

1033. Si on considère que le but d'une action quelle qu'elle soit a pour finalité non seulement de sanctionner le responsable, mais aussi d'indemniser les victimes, la création d'un tribunal spécialisé des marchés financiers (A) et le développement des modes alternatifs de règlement des conflits (B) peuvent permettre justement une analyse approfondie de la nature du préjudice et son calcul par des personnes spécialistes en matière financière.

A/ La création d'un Tribunal des marchés financiers

1034. L'idée de créer un tribunal spécial des marchés financiers (TMF) a été développée par les professeurs Schmidt et Le Fur. Avant d'envisager les diverses propositions pour la mise en œuvre de cette idée, il faut étudier les justifications évoquées pour sa création.

1. Les justifications de la création d'un Tribunal des marchés financiers

1035. La réflexion sur la création d'un tribunal spécial a été amorcée du fait de la difficulté d'application de la règle *non bis in idem*¹⁴³⁸. L'instauration d'un tribunal spécial présente deux avantages : d'une part, il peut permettre d'éviter le cumul des procédures, et d'autre part, il peut permettre de centraliser l'intégralité du contentieux financier.

a) Réponse possible à la difficulté posée par la règle *non bis in idem*

1036. Examen des décisions récentes rendant nécessaire une réforme. La règle *non bis in idem*, qui interdit de juger une personne pour les mêmes faits deux fois, a une valeur constitutionnelle résultant du principe de nécessité des délits et des peines garanti par la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen¹⁴³⁹. Ce principe a en outre une valeur supranationale¹⁴⁴⁰. En vertu de l'article 4, §1 du protocole n° 7 de la CEDH « *Nul ne peut être poursuivi ou puni pénalement par les juridictions du même Etat en raison d'une infraction pour laquelle il a déjà été acquitté ou condamné par un jugement définitif conformément à la*

¹⁴³⁸ V. A-V. Le Fur et D. Schmidt, Pour un tribunal des marchés financiers, Bull. Joly Bourse, Janvier 2015

¹⁴³⁹ Art. 8

¹⁴⁴⁰ L'art. 4, § 1 du protocole n° 7 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'Homme et des libertés fondamentales - Conv.EDH et l'article 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne

loi et à la procédure pénale de cet Etat ». De même, en droit interne l'article 368 du Code de procédure pénale interdit aussi le cumul de sanctions pénales pour les mêmes faits. Par conséquent, il est strictement interdit de sanctionner pénalement deux fois les mêmes faits. Cependant, ce principe n'interdisait pas des poursuites de nature différente et on pouvait cumuler ainsi des sanctions civiles, administratives et pénales pour sanctionner un même comportement.

1037. En droit financier, une personne pouvait être sanctionnée deux fois pour les mêmes faits : une fois sur le fondement de l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier qui permet à la Commission des sanction de l'AMF de prononcer une sanction pécuniaire pour un abus de marché et une seconde fois par le juge pénal sur le fondement des articles L. 465-1 et s. du même code. Le Conseil constitutionnel avait jugé que « *sans qu'il soit besoin de rechercher si le principe (non bis in idem) dont la violation est invoquée a valeur constitutionnelle, il convient de relever qu'il ne reçoit pas application en cas de cumul entre sanctions pénales et sanctions administratives* ¹⁴⁴¹ ». Dans la même décision cependant le Conseil considère qu'en cas de double poursuite il faut appliquer le principe de proportionnalité en vertu duquel le montant global des sanctions éventuellement prononcées ne doit pas dépasser le montant le plus élevé de l'une des sanctions encourues. Cette recommandation a conduit à modifier L. 621-16 du Code monétaire et financier qui dispose depuis la loi du 2 juillet 1996 que « *lorsque l'Autorité des marchés financiers a prononcé une sanction pécuniaire devenue définitive avant que le juge pénal ait statué définitivement sur les mêmes faits ou des faits connexes, celui-ci peut ordonner que la sanction pécuniaire s'impute sur l'amende qu'il prononce* ». Un auteur n'a pas manqué à remarquer que ce n'est pas une obligation, mais une simple faculté ¹⁴⁴².

1038. En outre, s'agissant du cumul des sanctions pénales et administratives, la France avait émis une réserve pour l'application du protocole 7 de la Conv. EDH précité ¹⁴⁴³ : la règle ne s'applique que pour les infractions relevant en droit français de la compétence des tribunaux statuant en « *matière pénale* ¹⁴⁴⁴ ». Or, la Commission des sanctions de l'AMF n'était pas considérée comme un « tribunal ». Par conséquent, la règle *non bis in idem* ne doit pas

¹⁴⁴¹ Cons. const., 28 juill. 1989, DC n° 89-260 ; v. aussi Cass. ass. plén., 8 juill. 2010, n° 10-10965

¹⁴⁴² H. Le Nabasque, La règle « non bis in idem » et les abus de marché. (à propos des arrêts de l'assemblée plénière du 8 juillet 2010), Revue de Droit banc. et fin., nov. 2010, n° 6, repère 6

CE, 4 févr. 2005 ; Cass. ass. plén., 5 févr. 1999

¹⁴⁴³ Art. 4, §1 du protocole n° 7 de la CEDH

¹⁴⁴⁴ La réserve française est ainsi rédigée : « *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 et 4 du présent protocole* »

appliquer. Cet argument était bien fragile. La Cour de cassation et le Conseil d'État avaient déjà soumis le contentieux devant la Commission des sanctions de l'AMF aux exigences d'un procès équitable prévues à l'article 6, §1 de la Conv. EDH s'agissant des sanctions d'un manquement administratif et notamment d'un manquement d'initié¹⁴⁴⁵. Les hautes juridictions ont jugé que la Commission des sanctions de l'AMF doit être regardée comme « décidant du bien fondé d'accusations en matière pénale au sens de la Convention européenne des droits de l'homme ». Certes, la référence à la « matière pénale » a été évoquée pour la seule application de l'article 6 de la Conv. EDH. Toutefois, on peut considérer que les exigences d'un procès équitable trouvent à s'appliquer, parce que les décisions de la Commission des sanctions de l'AMF et du juge pénal en matière d'opérations d'initié et de manipulations de marché ont la même nature¹⁴⁴⁶. D'ailleurs, la réserve relative à la « matière pénale » exprimée par la France a été menacée par la jurisprudence de la CEDH. La Cour avait déjà écarté des réserves similaires exprimées par d'autres Etats signataires¹⁴⁴⁷.

1039. L'interdiction du cumul des sanctions administrative et pénale en matière boursière a été reconnue par deux décisions récentes. La CEDH a jugé dans L'arrêt *Grande Stevens*¹⁴⁴⁸ que toute poursuite, dans l'hypothèse où une condamnation définitive (pénale ou administrative) a déjà été prononcée pour les mêmes faits, contredit la règle *non bis in idem*. Dans cette affaire, l'Etat italien avait exprimé la même réserve que la France et elle n'a pas été prise en compte par la CEDH¹⁴⁴⁹.

1040. De même, un arrêt de la CJUE a posé trois conditions pour qu'un cumul ne soit pas contraire à l'article 50 de la Charte des droits fondamentaux qui consacre aussi le principe *non bis in idem* et dispose 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 définitif conformément à la loi* ». La CJUE a jugé que le cumul de sanctions reste possible seulement si les sanctions ne revêtent pas un caractère pénal. Ce caractère doit être reconnu suivant la Cour si l'infraction en droit interne est qualifiée comme pénale, si elle est de nature pénale et si elle est aussi sévère qu'une sanction pénale. Il est clair que dans ces conditions les manquements d'initié et de manipulations, sanctionnés administrativement,

¹⁴⁴⁵ CE, 4 févr. 2005 ; Cass. ass. plén., 5 févr. 1999

¹⁴⁴⁶ H. Le Nabasque, op. cité

¹⁴⁴⁷ V. affaire *Gradinger c/ Autriche*, CEDH, 23 octobre 1995, DH (97) 501, v. R. Koering-Joulin, Article 4. Protocole n° 7. *Non bis in idem* : condamnation pénale et administrative pour la même infraction routière, Revue de sc. crim. 1996 p. 487

¹⁴⁴⁸ CEDH, 4 mars 2014, n° 18640/10062, affaire *Grande Stevens et autres c. Italie*

¹⁴⁴⁹ CJUE, 26 févr. 2013, n° C-617/10, *Aklagarenc/Hans Akerberg Fransson*

constituent des sanctions pénales¹⁴⁵⁰. En effet, les manquements boursiers sont sanctionnés aussi sévèrement qu'une infraction pénale.

1041. Enfin, dans une décision du 18 mars 2015 le Conseil constitutionnel a déclaré inconstitutionnelles les dispositions du Code monétaire et financier rendant possibles le cumul des poursuites et des sanctions par les juridictions pénales et par la Commission des sanctions de l'AMF¹⁴⁵¹. Le Conseil constitutionnel a considéré que les sanctions du manquement d'initié et du délit d'initié sont identiques et par conséquent « *les articles L. 465-1 et L. 621-15 du Code monétaire et financier tendent à réprimer les mêmes faits* ». Ces articles ont été déclarés contraires au principe de nécessité des délits et des peines garanti par l'article 8 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen de 1789.

On voit bien que le cumul de sanctions administratives et pénales est compromis¹⁴⁵² et qu'il faut par conséquent réformer le système existant¹⁴⁵³.

1042. La spécificité du contentieux en matière d'abus de marché. Les Professeur Schmidt et Le Fur ont mis en avant la spécificité du contentieux boursier¹⁴⁵⁴. Ils observent que « *le délit boursier ne se comprend pas sans l'existence du même manquement : les faits, l'élément matériel, sont identiques, la différence réside dans l'intention, souvent caractérisée à partir des faits, de sorte que manquement et délit en matière boursière forment un ensemble connexe et indivisible* ». Le traitement des abus de marché ne relève ni de la matière disciplinaire comme en matière bancaire, ni de la matière professionnelle, comme en droit de la concurrence¹⁴⁵⁵. Les mêmes manquements peuvent être sanctionnés par le juge pénal et l'AMF, ce qui aboutit à sanctionner administrativement des personnes non régulées. Par conséquent selon les Professeur Schmidt et Le Fur, « *le système répressif relatif aux abus de marché pose des difficultés spécifiques qui ne se retrouvent en aucune autre branche du droit régulé* ».

1043. Proposition d'une nouvelle articulation des voies procédurales. Il serait possible selon la proposition des Professeurs Schmidt et Le Fur de substituer une procédure répressive unique au cumul des procédures pénale et administrative. Ainsi, un Tribunal spécial sera

¹⁴⁵⁰ V. A-V. Le Fur et D. Schmidt, Pour un tribunal des marchés financiers, op. cité

¹⁴⁵¹ Décision Conseil Constit., 18 mars 2015, n° 2014-453/454

¹⁴⁵² *Id.*

¹⁴⁵³ Rapport du groupe de travail de l'Autorité des marchés financiers du 19 mai 2015 - L'APPLICATION DU PRINCIPE NE BIS IN IDEM DANS LA RÉPRESSION DES ABUS DE MARCHÉ. Proposition de réforme, accessible sur le site Internet de l'AMF

¹⁴⁵⁴ V. A-V. Le Fur et D. Schmidt, op. cité

¹⁴⁵⁵ *Id.*

compétent pour connaître toutes les questions relatives aux manquements des opérateurs à leurs obligations professionnelles et sanctionner les abus de marché¹⁴⁵⁶. Ce Tribunal pourrait être saisi par l'Autorité des marchés financiers et par le procureur national financier. Ce tribunal serait à la différence de la Commission des sanctions, totalement détaché de l'AMF sur le plan structurel et organisationnel.

Le tribunal pourrait être composé de juges et de membres désignés en raison de leurs compétences financières et juridiques. Cette technique de l'échevinage permettrait d'avoir une composition différente du Tribunal en fonction de l'affaire à juger. Par exemple, on peut prévoir que les juges professionnels vont siéger en cas d'abus de marché¹⁴⁵⁷.

1044. La création d'un tribunal spécial qui connaîtrait l'ensemble du contentieux boursier évitera de cumuler les procédures. Il serait possible dans l'hypothèse d'un abus de marché de décider dans une même décision qu'un manquement a été commis, mais qu'il n'y a pas de délit boursier¹⁴⁵⁸.

L'existence d'un Tribunal spécial ne fait pas l'unanimité.

1045. Les arguments à l'encontre de la création d'un Tribunal des marchés financiers.

Le Groupe de travail auprès de l'AMF¹⁴⁵⁹ considère que cette proposition se heurte à de très sérieuses difficultés. En premier lieu, le Groupe de travail n'est pas favorable au détachement du contentieux de la Commission des sanctions de l'AMF. D'une part, cette proposition suppose une réforme majeure des institutions et soulève des interrogations importantes concernant le traitement des justiciables. Il a été critiqué la proposition de différencier les contentieux au sein de ce tribunal. Selon le groupe de travail il serait difficile de répartir au sein de ce tribunal spécial entre les poursuites pénales et les poursuites pour manquement. Le groupe de travail considère que l'organisation serait *malaisée*. D'autre part, le groupe de travail s'interroge si la différence de traitement des justiciables dans les deux procédures –en cas de manquement et de délit – serait justifiée. D'après le groupe de travail « le tribunal des marchés financiers, au lieu de permettre d'améliorer le volet pénal des contentieux boursiers pourrait en réalité « importer » certaines des difficultés de ce dernier dans la voie administrative et aboutir à un allongement significatif des délais de jugement ». Il estime que

¹⁴⁵⁶ V. A-V. Le Fur et D. Schmidt, op. cité, Projet de loi, art. 3.1

¹⁴⁵⁷ V. A-V. Le Fur et D. Schmidt, Il faut un tribunal des marchés financiers, D. 2014 p. 551

¹⁴⁵⁸ V. A-V. Le Fur et D. Schmidt, Pour un tribunal des marchés financiers, op. cité

¹⁴⁵⁹ Rapport du groupe de travail de l'Autorité des marchés financiers, déjà cité

« l'application de la procédure pénale à l'ensemble des manquements et délits entraînerait immanquablement un allongement global des délais de traitement des dossiers ».

1046. Le groupe de travail propose une réforme législative qui ne supprime pas le double régime de répression actuellement en vigueur mais uniquement le cumul de poursuites pénales et administratives pour les mêmes faits¹⁴⁶⁰. En outre, les manquements doivent avoir un domaine large alors que les sanctions pénales devraient être réservées aux faits les plus graves, notamment lorsqu'une peine privative de liberté paraît justifiée. Le groupe de travail propose l'instauration de seuils en valeur pour mesurer la gravité de la faute absolue en fonction du bénéfice ou de l'économie réalisée.

1047. Enfin, l'interdiction du cumul rendrait impossible la saisine du juge pénal si une procédure est déjà ouverte devant la Commission des sanctions de l'AMF pour les mêmes faits. Le groupe de travail estime nécessaire de prévoir une obligation législative de concertation entre l'AMF et le Parquet national financier (PNF). Cette concertation obligatoire devrait intervenir avant toute notification de griefs par l'AMF ou avant tout acte de poursuite ainsi défini au pénal. A l'issue de la période de concertation il y a deux voies possibles en cas d'opérations interdites : soit l'ouverture d'une procédure pénale si le Parquet et l'AMF estiment que les éléments constitutifs du délit pénal sont réunis ; soit une procédure menée par l'AMF sur la base des manquements administratifs dans le cas contraire.

1048. Sans critiquer la proposition de créer un TMF, un auteur considère cependant que sa compétence matérielle doit être limitée aux abus de marché. Dès lors, l'AMF devrait conserver sa compétence pour apprécier en matière disciplinaire pour tout manquement administratif des personnes relevant du contrôle de l'AMF¹⁴⁶¹. En effet, dans ces hypothèses, il n'existe pas de risque de cumul de sanctions pénales et administratives.

Malgré la légitimité de certaines remarques structurelles, la création d'un TMF ne constitue pas seulement un moyen d'éviter le cumul de poursuites pénales et administratives. Sa création peut permettre de concentrer le contentieux financier.

¹⁴⁶⁰ V. p. 20 du rapport

¹⁴⁶¹ F. M. Laprade, Le tribunal des marchés financiers à la lumière du rapport *Coulon* (tentative de synthèse), Bull. Joly Bourse, 1^{er} mars 2015, n° 3, p. 141

b) Centralisation du contentieux boursier

1049. L'un des avantages de la création d'un Tribunal des marchés financiers c'est de concentrer le contentieux : « *le contentieux devient unifié au sein d'une juridiction unique et spécialisée qui se prononce ainsi tant sur la procédure répressive que sur la réparation civile*¹⁴⁶² ». Or, s'il serait possible d'éliminer le risque du cumul des poursuites par d'autres moyens selon le rapport de l'AMF, il n'en demeure pas moins les investisseurs doivent toujours agir en responsabilité devant le juge civil. En effet, la Commission des sanctions n'est pas compétente pour statuer sur la nature et le calcul du préjudice des investisseurs.

1050. Les Professeurs Schmidt et Le Fur reconnaissent la particularité de la réparation civile du préjudice causé par un abus de marché. L'établissement et l'évaluation nécessite des compétences particulières et ces compétences requises en matière financière seront assurées par une juridiction spécialisée qui sera chargée de réparer les préjudices liés aux abus de marché. D'ailleurs, la prise en compte de la spécificité du contentieux est témoignée par la création d'une 32ème chambre correctionnelle au Tribunal de grande instance de Paris dédiée en priorité au jugement des procédures émanant du Parquet national financier.

2. Les différentes voies possibles pour la mise en œuvre de l'idée d'un Tribunal spécialisé

1051. Une première voie possible est celle proposée par Mme Le Fur. Elle consiste à transformer la Commission des sanctions de l'AMF en Tribunal des marchés financiers¹⁴⁶³. Cette idée aurait pour finalité d'éviter le risque de remise en cause de l'impartialité de la Commission des sanctions et surtout le risque d'atteinte au principe de séparation des pouvoirs¹⁴⁶⁴. Ces risques proviennent de l'absence d'autonomie de la Commission des sanctions qui fait partie de l'AMF¹⁴⁶⁵. Il a été observé que le représentant du Collège de l'AMF présente des observations à l'audience devant la Commission des sanctions, demande des sanctions, apporte la contradiction à la personne poursuivie. Le Collège exerce ainsi les prérogatives d'une partie à l'instance sans pour autant la possibilité d'être assimilé au

¹⁴⁶² A.-V. Le Fur et D. Schmidt, Pour un tribunal des marchés financiers, op. cité

¹⁴⁶³ A.-V. Le Fur, Faut-il faire de la Commission des sanctions de l'AMF un tribunal des marchés financiers ?, Mélanges AEDBF VI, RB, Paris, 2013, p. 335 s.

¹⁴⁶⁴ V. A.-V. Le Fur et D. Schmidt, Pour un tribunal des marchés financiers, op. cité

¹⁴⁶⁵ V. V. A.-V. Le Fur, « L'organisation structurelle de l'AMF suffit-elle à garantir le respect des exigences constitutionnelles d'indépendance et d'impartialité ? », note sous Cass. com., 25 févr. 2014, n° 13-18871 QPC : BJB avr. 2014, p. 199, n° 111

procureur. Le procureur ne crée pas les règles dont il demande la sanction. En outre il « *ne s'appuie pas sur une enquête non soumise aux règles procédurales protectrices des droits fondamentaux*¹⁴⁶⁶ ».

1052. A notre avis, l'organisation structurelle de l'AMF soulève quelques doutes non pas tellement sur la séparation des fonctions d'instruction et de jugement mais entre le pouvoir de poursuite et le pouvoir d'instruction. En effet, la Commission des sanctions est organiquement indépendante au sein de l'AMF, mais les pouvoirs de décider une poursuite et les pouvoirs d'instruire le dossier se trouvent sous l'autorité du Collège de l'AMF. C'est le Collège qui décide sur la base des rapports d'enquête et de contrôle d'ouvrir une procédure de sanction ou de transaction. C'est sur la décision qu'après on va notifier les griefs aux mis en cause. L'ouverture même de l'enquête est décidée par le secrétaire général de l'AMF, mais il se trouve sous l'autorité du Collège et du Président de l'AMF. Or, le cumul des pouvoirs de poursuite et d'instruction a été jugé comme un signe d'absence d'indépendance et d'impartialité de l'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes (ARCEP) par le Conseil constitutionnel¹⁴⁶⁷. Par conséquent, même si on transforme la Commission des sanctions en tribunal spécial, il faut savoir qui aura le pouvoir de déclencher une enquête et qui aura les pouvoirs d'instruction. Toutefois, l'AMF reste l'autorité la mieux placée pour contrôler le fonctionnement du marché, détecter des abus de marchés et mener une enquête.

1053. L'autre possibilité soulevée par M. Laprade¹⁴⁶⁸ est celle de créer un Tribunal spécial compétent pour juger les abus de marché. La Commission des sanctions conserve dans ce cas le contentieux disciplinaire, donc tous les manquements aux obligations professionnelles¹⁴⁶⁹. Il faut relever que cette proposition n'aura pas pour conséquence de centraliser tout le contentieux boursier. Les investisseurs devraient toujours agir devant le juge civil pour demander une indemnisation de leurs préjudices résultant par exemple d'une information erronée contenue dans un DICI ou un prospectus.

1054. Finalement, l'idée de création d'un TMF est assez novatrice et elle pourrait s'avérer efficace pour la réparation des préjudices. Cependant, il faut repenser l'articulation des pouvoirs de poursuite et d'instruction. Il faut répartir d'une manière efficace les pouvoirs de poursuite et d'instruction entre l'AMF et le parquet national spécialisé.

¹⁴⁶⁶ *Id.*

¹⁴⁶⁷ Conseil constit., Décision n° 2013-331 QPC du 5 juillet 2013

¹⁴⁶⁸ F. M. Laprade, Le tribunal des marchés financiers à la lumière du rapport Coulon (tentative de synthèse), op. cité

¹⁴⁶⁹ *Id.*

B/ Développement des modes alternatif de règlement des conflits

1055. En vertu de l'article 6, §1 de La Convention européenne des droit de l'homme qui reconnaît le droit à un procès équitable « *toute personne a droit à ce que sa cause soit entendue équitablement, publiquement et dans un délai raisonnable, par un tribunal indépendant et impartial* ». La rapidité et l'impartialité sont des vertus essentielles de la justice. Toutefois, le juge étatique n'est pas le seul qui peut offrir une justice équitable. Les vertus essentielles de la justice peuvent être assurées par les modes alternatifs de règlement des conflits. Les modes alternatifs de règlement des conflits permettent de régler un différend sans aller devant le juge étatique. Selon un auteur « *la justice du XXI^e siècle sera amiable ou ne sera pas !¹⁴⁷⁰* ».

1056. Dans le contexte financier, la célérité de la procédure et l'impartialité du tribunal sont fondamentales. Toutefois, la publicité n'est pas toujours recherchée compte tenu de l'effet néfaste qu'elle pourrait avoir sur le cours d'un titre donné¹⁴⁷¹. Dans ces conditions les modes alternatifs de règlement des conflits peuvent offrir une justice rapide s'avèrent bien adaptés au contentieux financier. La technicité du contentieux, le souci de rapidité et l'absence de publicité des débats peuvent rendre l'arbitrage et la médiation plus adaptés au contentieux financier que le recours devant le juge étatique.

1. L'arbitrage

1057. Le recours à un tribunal arbitral permet aux parties de choisir leur juge arbitral en fonction de ses compétences dans un domaine donné. Si, l'arbitrage est toujours possible lorsque l'investisseur est un professionnel, il faudra voir s'il est autorisé lorsque l'investisseur ne fait pas partie de la catégorie des professionnels. .

1058. Le domaine de l'arbitrage. En droit interne, la validité d'une clause d'arbitrage est soumise à deux conditions, l'une de forme, l'autre de fond¹⁴⁷². S'agissant de la forme, l'article 1443 du Code de procédure civile exige *ad validitatem* que la clause soit écrite. L'article précise qu'il peut s'agir un simple échange d'écrits. Sur le fond, l'article 2061 du Code civil

¹⁴⁷⁰ N. Fricero, Le paradoxe des clauses de règlement amiable, Recueil Dalloz 2015 p. 1201

¹⁴⁷¹ V. *supra* n°998

¹⁴⁷² T. Clay, Arbitrage et modes alternatifs de règlement des litiges, novembre 2013 - décembre 2014, D. 2014 p. 2541

pose comme condition que la clause compromissoire soit conclue pour des besoins professionnels¹⁴⁷³. Cette appréciation prend en compte non pas la qualité de la personne qui conclut l'acte, mais la finalité de l'acte et sa nature¹⁴⁷⁴.

1059. La loi Hamon du 17 mars 2014¹⁴⁷⁵ qui a introduit l'action de groupe en droit français a créé le nouvel article L. 423-35 du Code de la consommation énonçant qu'« *est réputée non écrite toute clause ayant pour objet ou effet d'interdire à un consommateur de participer à une action de groupe* ». Ce nouvel article L. 423-25 du Code de la consommation ne concerne que les clauses qui interdiraient une action de groupe ou fixeraient des plafonds de préjudice¹⁴⁷⁶. Le texte exclut donc les clauses compromissoires car la signature de cette clause ferme la voie judiciaire. En outre, ce type de clauses sont déjà réputées comme abusives par Code de la consommation. L'article R. 132-2, 10° du Code de la consommation range les clauses de litige et par conséquent les clauses d'arbitrage, dans la liste grise. La liste grise énumère les clauses qui sont réputées abusives, mais il s'agit d'une présomption simple. Le professionnel peut donc prouver que la clause ne présente pas de caractère abusif. Cependant, selon une jurisprudence constante la clause compromissoire est valable dans le contrat international de consommation¹⁴⁷⁷. De manière générale, les clauses d'arbitrage sont autorisées dans les contrats internationaux de consommation et réputées abusives dans les contrats internes de consommation¹⁴⁷⁸. Or, les investisseurs qui contractent à distance des services financiers sont expressément qualifiés par le code de la consommation comme des consommateurs¹⁴⁷⁹.

1060. S'agissant des clauses de conciliation, elles ne sont pas écartées par l'article L. 423-25 du Code de la consommation car elles n'ont pas pour effet « d'interdire de participer à une action de groupe », mais seulement de reporter l'action en cas d'échec de la conciliation.

¹⁴⁷³ *Id.*

¹⁴⁷⁴ La jurisprudence a cependant récemment validé une clause compromissoire conclue par un retraité si elle figure dans un acte de commerce sur le fondement de l'art. L. 721-3, 3° du Code de commerce, cet article valide l'arbitrage pour les actes de commerce, Cass. Civ. 1^{ère}, 22 oct. 2014, n° 13-11568, D. 2014. 2180 ; JCP 2014. 1138, obs. B. Le Bars, T. Clay, Arbitrage et modes alternatifs de règlement des litiges, novembre 2013 - décembre 2014, op. cité

¹⁴⁷⁵ Loi n° 2014-344 du 17 mars 2014 sur la consommation

¹⁴⁷⁶ T. Clay et D. Mainguy, Arbitrage et action de groupe, En questions, La Semaine Juridique Edition Générale n° 19-20, 11 Mai 2015, 573, citant Circ. 26 sept. 2014, BO min. Justice n° 2014-10, 31 oct. 2014

¹⁴⁷⁷ V. M. de Fontmichel, Arbitrage et actions de groupe - les leçons nord-américaines, Rev. arb. 2008. 641

¹⁴⁷⁸ *Id.*

¹⁴⁷⁹ V. art. L121-26 du code de la consom., Sur le débat si l'investisseur peut être qualifié comme un consommateur v. *supra* n° 978 et s.

1061. En définitive, l'arbitrage doit rester réservé aux personnes qui agissent pour leurs besoins professionnels du fait notamment du coût de l'arbitrage qui peut se révéler trop élevé pour un investisseur non professionnel. Cependant, il est intéressant d'examiner le mécanisme qui existe aux États-Unis car il s'efforce de s'adapter aux besoins des investisseurs non professionnels¹⁴⁸⁰.

1062. L'exemple américain d'arbitrage au sein de l'autorité de régulation du secteur financier (Financial Industry Regulation Authority FINRA). La Financial Industry Regulation Authority FINRA propose, un système d'arbitrage élaboré pour la résolution des litiges en matière de valeurs mobilières¹⁴⁸¹. Le mécanisme est ouvert pour tout litige entre un investisseur (non professionnel) et un broker ou entre deux professionnels¹⁴⁸² (brokerage firms ou entre brokers).

1063. FINRA a su répondre aux particularités des litiges financiers permettant un accès facile, une procédure rapide et des arbitres spécialisés et formés par la FINRA¹⁴⁸³. L'intérêt principal de ce mécanisme arbitral est la mise en place de tarifs adaptés aux investisseurs qui sont réduits grâce à un contact direct entre les parties et les arbitres. La FINRA a mis en place des plafonds de coûts pour les investisseurs non professionnels en fonction du montant des dommages et intérêts demandés¹⁴⁸⁴.

1064. Le mécanisme de choix des arbitres répond aux soucis de transparence et l'équité. La FINRA utilise le système de la *Neutral List Selection System* (NLSS) qui consiste à désigner les arbitres de manière aléatoire parmi des listes d'arbitres établies par la FINRA. L'avantage de cette désignation est de recourir à des arbitres spécialisés dans l'investissement financier et qui ont une connaissance de la procédure de l'arbitrage FINRA. Ce mécanisme assure l'égalité des parties dans la désignation des arbitres et l'éradication de tout conflit d'intérêts entre les parties et les arbitres. Les arbitres de la FINRA doivent suivre un programme de formation et passer un examen avant d'être admis à siéger dans un arbitrage¹⁴⁸⁵.

¹⁴⁸⁰ V. sur le mécanisme L. Hubert-Rodier, L'arbitrage de consommation en matière de produits financiers : l'exemple américain, *Journal de l'arbitrage de l'Université de Versailles*, n° 1, Octobre 2012, 11

¹⁴⁸¹ *Id.*

¹⁴⁸² V Site Internet de la FINRA - *Eligible Cases* <http://www.finra.org/arbitration-and-mediation/arbitration-overview>

¹⁴⁸³ L. Hubert-Rodier, L'arbitrage de consommation en matière de produits financiers : l'exemple américain, op. cité

¹⁴⁸⁴ *Id.* : La somme qu'il faut verser pour les frais de l'arbitre et de l'administration est au maximum de 325\$ pour un litige n'excédant pas 10 000\$ et pour un litige compris entre 10 000\$ et 50 000\$, la somme sera comprise entre 425\$ et 600\$.

¹⁴⁸⁵ L. Hubert-Rodier, op. cité

1065. Concernant les dommages et intérêts que l'arbitre décide éventuellement d'allouer, la FINRA s'assure que l'investisseur percevra la somme rapidement. Le Customer Code exige que les indemnités pécuniaires soient payées dans les 30 jours à partir de l'accusé de réception de la décision par le professionnel. En outre, la FINRA dispose du pouvoir de suspendre ou de révoquer la licence de tout courtier qui ne paie pas le montant prévu par la sentence dans les trente jours.

1066. Toutefois, les investisseurs non professionnels restent hostiles à l'arbitrage dont ils ne comprennent pas toujours le fonctionnement¹⁴⁸⁶. Le constat a été fait surtout en période d'instabilité financière¹⁴⁸⁷.

1067. La Cour Suprême des États-Unis avait reconnu la possibilité de stipuler des clauses compromissoires même dans les contrats de consommation¹⁴⁸⁸. Malgré le souci d'adapter la procédure FINRA aux investisseurs non professionnels, la stipulation même de clauses d'arbitrages dans les contrats avec des investisseurs non professionnels était de plus en plus critiquée¹⁴⁸⁹. La réforme est venue avec *Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* de 2010 qui prévoit la possibilité pour la Securities and Exchange Commission d'interdire les clauses d'arbitrage dans les contrats de services financiers proposés aux investisseurs non professionnels (*consumer financial services*)¹⁴⁹⁰.

1068. Cependant, l'arbitrage comme mode alternatif de résolution des conflits gagne du terrain en matière financière¹⁴⁹¹. Depuis l'année 2000 il existe une institution d'arbitrage spécialisée dans le règlement des différends financiers : Euroarbitration/Euroarbitrage. De même, il existe aussi un règlement d'arbitrage spécialisé en matière d'opérations financières complexes. L'organisation PRIME Finance (*Panel of Recognized International Market Experts in Finance*) a vu le jour à La Haye, le 16 janvier 2012, dans le domaine des produits

¹⁴⁸⁶ Ali, Shahla F., *Lessons for the US System of Financial Arbitration: A Responsive Empirical Exploration of Arbitration and Ombudsman Services* (December 1, 2013), op. cité

¹⁴⁸⁷ *Id.*

¹⁴⁸⁸ V. RODRIGUEZ DE QUIJAS, *et al.*, *Petitioners v. SHEARSON/AMERICAN EXPRESS, INC., etc.*, 490 U.S. 477

¹⁴⁸⁹ Ali, Shahla F., *Consumer Financial Dispute Resolution in a Comparative Context: Principles, Systems and Practice* (2013). Cambridge University Press, Forthcoming; University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2013/002. p. 119 ; Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2207310>

¹⁴⁹⁰ *Id.*

¹⁴⁹¹ Ali, Shahla F., *Lessons for the US System of Financial Arbitration: A Responsive Empirical Exploration of Arbitration and Ombudsman Services* (December 1, 2013). *Frontiers of Law in China*, December 2013, Vol. 8, No.4; University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2014/017. , p. 681, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2373025>

dérivés et produits financiers complexes¹⁴⁹². Le règlement d'arbitrage de PRIME reprend essentiellement le règlement d'arbitrage de la CNUDCI. L'arbitrage PRIME propose une procédure d'arbitrage d'urgence et une procédure de référé arbitral¹⁴⁹³. On peut noter aussi que L'ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) a introduit une clause d'arbitrage dans les Master Agreements 2002¹⁴⁹⁴ au lieu du recours aux tribunaux anglais ou de New York jusqu'ici pratiqué. L'ISDA a justifié son choix avec la possibilité de faire exécuter la décision arbitrale plus facilement dans un pays émergeant que d'en obtenir l'exequatur d'une décision juridictionnelle étrangère.

1069. La crise financière de 2008 a révélé la vulnérabilité de certains investisseurs pourtant classés dans la catégorie des investisseurs professionnels par la Directive MIF – les collectivités territoriales. Les collectivités locales avaient souscrit des produits structurés et notamment des emprunts dont le taux d'intérêt était adossé sur des instruments financiers complexes et donc sa valeur dépendait de la variation de la valeur des instruments financiers complexes. Ils ont vu le poids de leur dette exploser sous l'effet de la dégradation des conditions de marché sans pour autant toujours comprendre le fonctionnement des produits financiers souscrits¹⁴⁹⁵. La réaction des pouvoirs publics a consisté de créer une charte de bonne conduite entre les établissements bancaires et les collectivités locales. Cependant, il s'agit d'un dispositif non contraignant. Les établissements bancaires signataires de la charte s'obligent à ne pas proposer des produits financiers complexes aux collectivités locales. Toutefois, cette charte ne permet nullement de régler le problème né du contentieux existant du fait de la signature des produits financiers¹⁴⁹⁶. En effet, le Législateur a validé rétroactivement les emprunts « toxiques » qui ne mentionnent pas le taux effectif global¹⁴⁹⁷, mais cette validation ne peut pas empêcher le tout contentieux contre les banques. Les collectivités locales ont déjà assigné leurs banques pour un manquement à leurs obligations

¹⁴⁹² C. DUGUÉ, PRIME Finance : Une nouvelle proposition efficace pour la résolution des différends en matière de produits financiers complexes ? Cahiers de l'arbitrage, 01 janvier 2013 n° 1, P. 249

¹⁴⁹³ *Id.*

¹⁴⁹⁴ La clause renvoie aux règles ICC lorsque le siège de l'arbitrage est à Paris. V. La rédaction de l'agreement sur le site Internet de l'ISDA

¹⁴⁹⁵ F. Morard, Les emprunts "toxiques" souscrits par les collectivités locales continuent d'alimenter la polémique, Banque & Droit 2011, n° 137

¹⁴⁹⁶ Pour une critique du mécanisme v. F. Guédas, La charte Gissler, une première piste susceptible d'amélioration, L'AGEFI Hebdo du 10/06/2010 ; pour une critique du contenu de la Charte v. f. Morard, Analyse du dispositif mis en place par les pouvoirs publics, Banque & Droit 2011, n° 137

¹⁴⁹⁷ Loi n° 2014-844 du 29 juillet 2014 relative à la sécurisation des contrats de prêts structurés souscrits par les personnes morales de droit public

d'information et de mise en garde et le TGI de Nanterre a déjà condamné Dexia pour manquement à son obligation de mise en garde¹⁴⁹⁸.

A partir de ces éléments nous pouvons conclure que l'arbitrage doit rester un mode de règlement des conflits réservé aux investisseurs professionnels.

Envisageons maintenant un autre mode alternatif de résolution des conflits.

2. La médiation

1070. La médiation est définie par le Code de procédure civile à l'article 1530 comme « *tout processus structuré, par lequel deux ou plusieurs parties tentent de parvenir à un accord, en dehors de toute procédure judiciaire en vue de la résolution amiable de leurs différends, avec l'aide d'un tiers choisi par elles qui accomplit sa mission avec impartialité, compétence et diligence* ».

1071. Les avantages. La médiation est un mode de règlement des conflits rapide, non contraignant et impartial. En outre, en vertu de l'art. 1533 du CPC le tiers qui va essayer de trouver un accord amiable entre les parties, doit avoir une qualification suffisante eu égard à la nature du différend. Un autre avantage non négligeable est lié à la confidentialité de la procédure. En effet, la médiation n'est pas une procédure publique.

1072. Développement de la médiation. La médiation a gagné la confiance des pouvoirs publics. Au niveau européen, deux directives relatives à la médiation ont été émises par la Commission ayant pour objet de favoriser le règlement amiable des conflits. Une première directive de 2008 portant sur certains aspects de la médiation civile et commerciale a été déjà transposée en droit interne¹⁴⁹⁹. La Directive 2013/11/UE du 21 mai 2013 relative au règlement extrajudiciaire des litiges de consommation a pour objet de créer une plateforme de résolution des conflits en ligne. En droit interne, le nouveau décret relatif à la simplification de la procédure civile à la communication électronique et à la résolution amiable des différends¹⁵⁰⁰ montre les faveurs des pouvoirs publics pour la médiation¹⁵⁰¹. L'article 127 du Code procédure civile est ainsi rédigé : « *S'il n'est pas justifié, lors de l'introduction de l'instance et*

¹⁴⁹⁸

¹⁴⁹⁹ Directive 2008/52/CE du 21 mai 2008

¹⁵⁰⁰ Décret n° 2015-282 du 11 mars 2015

¹⁵⁰¹ D. Mainguy, La faveur pour la médiation en décret, 20 Avril 2015, v. le Blog de l'auteur

conformément aux dispositions des articles 56 et 58, des diligences entreprises en vue de parvenir à une résolution amiable de leur litige, le juge peut proposer aux parties une mesure de conciliation ou de médiation ». Cette disposition incite par conséquent les parties à négocier un accord afin de justifier justement leurs diligences accomplies en vue de régler leur conflit avant l'introduction de l'instance. En matière bancaire et financière, de telles diligences peuvent être justifiées assez facilement si l'investisseur a saisi le médiateur interne d'un établissement bancaire avant d'agir en justice. En application de l'article L. 316-1 du Code monétaire et financier, tout établissement de crédit, société de financement, établissement de monnaie électronique ou de paiement désigne un ou plusieurs médiateurs. Le médiateur interne peut être saisi par les investisseurs personnes physiques n'agissant pas pour des besoins professionnels pour toute question relative aux services fournis et à l'exécution du contrat conclu.

1073. D'ailleurs, le rapport de 2011 de l'AMF relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs préconise justement d'améliorer les procédures de traitement des réclamations au sein même des établissements financiers¹⁵⁰². Cependant, du seul fait que c'est l'établissement bancaire ou financier qui crée et qui finance cette médiation interne, il existe un risque d'absence d'impartialité.

1074. Le Médiateur au sein de l'AMF. Un service de médiation a été mis en place par l'AMF. Aux termes de l'article L. 621-19 du Code monétaire et financier l'AMF est « *habilitée à recevoir de tout intéressé les réclamations qui entrent par leur objet dans sa compétence et à leur donner la suite qu'elles appellent. Elle propose, lorsque les conditions sont réunies, la résolution amiable des différends portés à sa connaissance par voie de conciliation ou de médiation* ». La position du Médiateur au sein de l'AMF offre les garanties suffisantes pour assurer son indépendance et son impartialité. Le Médiateur est directement rattaché au Président de l'AMF et il nommé pour une durée de trois ans renouvelable. Il ne reçoit aucune instruction dans le traitement de ses dossiers. Il dispose d'un budget propre ainsi que d'une équipe lui permettant d'assurer sa mission¹⁵⁰³.

1075. L'un des avantages non négligeable de la médiation proposée par l'AMF est son caractère gratuit. En matière financière, la médiation peut constituer ainsi un mode de résolution des conflits très adapté aux petits litiges qui opposent un opérateur et un

¹⁵⁰² Rapport, déjà cité, p. 12

¹⁵⁰³ V. M. Cohen-Branche, Existe-t-il une ou des justices ? La preuve par la médiation financière ?, Mélanges AEDBF-France VI, sous la dir. de A. Gourio et J-J. Daigre, p. 179

investisseur non professionnel. En outre, l'accès au Médiateur est facilité puisqu'il existe un formulaire à remplir en ligne sur le site Internet de l'AMF.

1076. En outre, la médiation pourrait se concilier facilement avec une action de groupe. L'investisseur peut à chaque moment mettre fin à la médiation et se joindre à une action de groupe. Étant donné que pour participer à l'action de groupe il faut se manifester dans un délai fixé entre de 2 à 6 mois, donc un délai suffisant pour savoir si un accord est envisageable, il serait tout à fait possible d'enchaîner les deux procédures en cas d'échec de la médiation.

1077. On peut admettre qu'en matière financière, la médiation peut constituer un mode de résolution des conflits très adapté en raison de sa souplesse et de sa rapidité. On peut juste ajouter qu'il serait possible d'améliorer sa visibilité. On peut prévoir une mention de la possibilité de saisine du médiateur dans le contrat de compte-titres¹⁵⁰⁴. Or, pour l'instant l'accès à la médiation est mentionnée juste pour les comptes de dépôt, les contrats-cadre de services de paiement et sur les relevés de compte. En outre, en matière financière il serait utile d'envisager une médiation en cas de préjudices de masse identiques. Dans ce cas, le médiateur peut essayer de trouver un accord entre le prestataire et un représentant des investisseurs victimes qui jouera le rôle de chef de file. Bien évidemment, son choix ne sera pas évident, mais il serait tout à fait possible que le représentant soit un avocat ou une association de défense des investisseurs.

1078. Que peut-on dire à présent des procédures d'indemnisation ? Les investisseurs doivent disposer de procédures aptes à indemniser rapidement leurs préjudice afin d'assurer leur confiance dans les marchés financiers et leur développement. En effet, il ne faut pas oublier que l'indemnisation reçue peut être réinvestie. En définitive, l'action de groupe et la spécialisation du contentieux permettent d'assurer un traitement efficace des préjudices résultants des abus de marchés. Quant à la médiation, elle permet d'indemniser les préjudices individuels des investisseurs non professionnels de manière rapide et à un moindre coût.

Ces procédures doivent être accompagnées de la garantie que l'investisseur recevra rapidement l'indemnisation accordée.

¹⁵⁰⁴ *Id.*

§2. L'accélération des procédures de réparation

1079. L'idée de création d'un tribunal spécialisé et de privilégier le règlement amiable des conflits a pour objectif d'accélérer la réparation des investisseurs. L'accélération des procédures d'indemnisation améliore sensiblement la réparation efficace des investisseurs. Cette idée a déjà été mise en œuvre par le législateur dans la loi *Badinter* du 5 juillet 1985 tendant à l'amélioration de la situation des victimes d'accidents de la circulation et à l'accélération des procédures d'indemnisation¹⁵⁰⁵. Les victimes des accidents de la circulation bénéficient d'une procédure amiable permettant d'accélérer le paiement de l'indemnisation. Dans le domaine financier, l'accélération de l'indemnisation pourrait renforcer la confiance des investisseurs.

Trois mécanismes sont envisageables afin d'accélérer l'indemnisation effective des investisseurs, ces mécanismes peuvent très bien se cumuler. Il serait possible d'instaurer des délais d'indemnisation (A) et de créer des fonds d'indemnisation (B). Enfin, il faut examiner aussi si le mécanisme d'assurance pourrait intervenir (C).

A/ L'instauration de délai de paiement de la réparation

1080. On peut imaginer d'imposer au responsable un délai pour indemniser les victimes. Cette mesure peut accroître la confiance des investisseurs et d'assurer le développement des marchés financiers, car le montant de l'indemnisation peut être directement réinvesti. On peut imposer un délai de paiement à partir du moment où la condamnation n'est plus susceptible de recours, à un moment donc où la créance d'indemnisation est acceptée dans son principe et dans son montant. Le responsable doit indemniser par exemple les investisseurs dans un délai déterminé. Cette proposition vaut aussi bien pour les recours devant les juridictions étatiques que s'agissant des règlements amiables des litiges. En effet, l'idée c'est d'assurer le paiement de la créance d'indemnisation spontanément sans recourir aux voies d'exécution.

B/ La création de fonds d'indemnisation

1081. Les fonds d'indemnisation de droit français. Les fonds d'indemnisation doivent être distingués des systèmes d'indemnisation déjà existants dans l'Union européenne et qui sont

¹⁵⁰⁵ Loi n° 85-677 du 5 juillet 1985

issus de la Directive 97/9/CE du 3 mars 1997¹⁵⁰⁶. Cette directive protège les investisseurs contre la défaillance d'une entreprise d'investissement en cas d'indisponibilité des fonds et titres remis par les investisseurs¹⁵⁰⁷. Les actifs protégés sont d'une part les fonds détenus pour leur compte des investisseurs en relation avec des opérations d'investissements et d'autre part, les instruments financiers administrés ou gérés appartenant aux investisseurs. Le mécanisme de garantie des titres est mis en œuvre sur demande de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution après avis de l'Autorité des marchés financiers. Il entraîne la radiation de l'entreprise d'investissement (art. L322-2 du CMF). L'indemnisation est limitée à 100 000 euros pour les fonds remis et à 70 000 euros pour les titres financiers. En France, le système d'indemnisation est assuré par un organisme d'intérêt général - le Fonds de Garantie des Dépôts et de Résolution (FGDR). Son financement est assuré par les cotisations des entreprises d'investissement et des établissements bancaires.

1082. Ce système d'indemnisation intervient en cas d'insolvabilité des entreprises d'investissement et il a pour objet d'assurer la stabilité du système bancaire et financier. Cependant, ce système intervient en cas d'incapacité de restituer les fonds ou les instruments appartenant aux investisseurs. Il ne peut pas intervenir en cas d'abus de marché et en général pour le paiement des dommages et intérêts.

1083. Il existe d'autres types de systèmes d'indemnisation qui ont pour finalité d'indemniser les investisseurs sans égard à la situation financière du responsable. Il faut s'interroger notamment sur l'intérêt de créer des fonds d'indemnisation à l'image des *Fair Funds* aux États-Unis. Par conséquent, avant d'examiner la proposition d'instaurer des fonds d'indemnisation de type *fair funds* américains, il faut brièvement présenter le système américain.

1084. Les *fair funds* américains. Avant les années 70' le régulateur américain, la Securities and Exchange Commission (SEC), ne poursuivait pas un objectif d'indemniser les investisseurs. Son rôle était de protéger et de contrôler le fonctionnement des marchés financiers¹⁵⁰⁸. C'est dans le contexte de délit d'initié que la Securities SEC a demandé pour la première fois la restitution des gains obtenus illégalement devant les tribunaux et leur

¹⁵⁰⁶ Directive 97/9/CE du Parlement européen et du Conseil, du 3 mars 1997, relative aux systèmes d'indemnisation des investisseurs.

¹⁵⁰⁷ Les sociétés de gestion adhèrent à un autre système d'indemnisation par application de l'art. L322-5 du CMF qui a pour objet d'indemniser les investisseurs en cas d'indisponibilité des fonds ou des titres remis en violation de l'art. L533-21 du CMF.

¹⁵⁰⁸ Verity Winship, *Fair Funds and the SEC's Compensation of Injured Investors*, 60 Fla. L. Rev. 1103 (2008), spec. p. 1111; Available at: <http://scholarship.law.ufl.edu/flr/vol60/iss5/3>

restitution aux investisseurs (*disgorgement*)¹⁵⁰⁹. Ce pouvoir lui a été expressément reconnu en 1990 avec la loi dite *Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform*¹⁵¹⁰. Cette loi dotait la SEC du pouvoir de réclamer la restitution des gains réalisés par les auteurs des délits boursiers dans une procédure administrative ou de demander leur restitution devant les tribunaux. En outre, la SEC peut déterminer les mesures permettant la distribution des sommes aux investisseurs directement. Les *fairs funds* sont apparus avec la loi Sarbanes-Oxley Act de 2002¹⁵¹¹. La Section 308 de la loi permet à la SEC de créer des fonds d'indemnisation, alimentés non seulement par la restitution des gains illégaux mais aussi par les amendes payées par les responsables. Cependant, ce rôle indemnitaire de la SEC est apparu en 2005 dans son rapport annuel¹⁵¹². Ce rôle est considéré comme justifié par certains auteurs américains seulement s'il constitue un complément à l'action civile et si l'exercice de l'action civile rencontre des difficultés (ex. le préjudice est d'un très faible montant)¹⁵¹³. En outre, on a critiqué le zèle de la SEC dans la fixation du montant des amendes civiles qui a sensiblement augmenté depuis 2002¹⁵¹⁴.

1085. Amélioration possible du système français. Le système américain a confié un rôle au régulateur du marché qui relève normalement du pouvoir du juge. Pour cette raison, il ne serait pas concevable de transférer à l'AMF un pouvoir d'indemnisation des investisseurs sauf si bien évidemment la Commission des sanctions soit transformée en Tribunal des marchés financiers.

1086. Toutefois, on peut remarquer que l'AMF n'est pas insensible à la réparation des investisseurs lésés. Il existe déjà une pratique de préconiser aux professionnels contrôlés d'indemniser les investisseurs ayant subi des préjudices résultant des manquements détectés par l'AMF¹⁵¹⁵. D'ailleurs, le Rapport Delmas-Marsalet encourage vivement la poursuite de cette pratique. En effet, elle permet une accélération de la réparation. En outre, c'est une procédure flexible qui n'a pas un caractère contraignant. L'indemnisation des investisseurs même avant l'instance devant la Commission des sanctions peut devenir une circonstance atténuante pour l'appréciation de la sanction. La Commission souhaite insérer dans l'article

¹⁵⁰⁹ V. Black, Barbara, "Should the SEC Be a Collection Agency for Defrauded Investors?" (2008). Faculty Articles and Other Publications. Paper 55., spec. p. 330, citant l'affaire *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, déjà examinée accessible à http://scholarship.law.uc.edu/fac_pubs/55

¹⁵¹⁰ *Id.*

¹⁵¹¹ *Ibid.*

¹⁵¹² Verity Winship, *Fair Funds and the SEC's Compensation of Injured Investors*, op. cite, p. 1111

¹⁵¹³ *Id.*, p. 1132 et s.

¹⁵¹⁴ Black, Barbara, "Should the SEC Be a Collection Agency for Defrauded Investors?", op. cite, p. 339

¹⁵¹⁵ Rapport de l'AMF relative à l'indemnisation des épargnants et des investisseurs de 2011, déjà cité

L621-15 du Code monétaire et financier la réparation des investisseurs comme critère qu'il faut prendre en compte pour évaluer le montant de la sanction¹⁵¹⁶. La prise en compte de l'indemnisation des investisseurs comme circonstance atténuante fait partie du plan d'action de l'AMF pour la période 2013-2016 dans le point « *Progresser dans la réparation des préjudices* ». Cette mesure pourrait inciter les auteurs des manquements à indemniser les investisseurs.

1087. Cette mesure pourrait être complétée toutefois par la création de fonds d'indemnisation même si le responsable n'est pas insolvable. Ce sera un moyen très efficace d'accélérer l'indemnisation des investisseurs et peut-être d'améliorer la gestion de la distribution de l'indemnisation. Le fonds ne serait pas financé par les amendes car celles-ci ont pour objet de sanctionner le responsable. Le fonds pourrait être alimenté par la restitution des gains réalisés illégalement afin de prévenir les fautes lucratives. Dans ce cas, le fonds aura non seulement une fonction indemnitaire, mais aussi persuasive.

C/ La question de l'assurance

1088. Un auteur américain considère que les actions en responsabilité sont trop onéreuses pour les investisseurs et peuvent être remplacées par un système d'assurance¹⁵¹⁷. Le système proposé ressemble toutefois plus à un fonds d'indemnisation. L'auteur propose de financer ce fonds *ad hoc* par des primes que les investisseurs doivent payer lorsqu'ils réalisent des opérations financières. La prime sera fixée en fonction de risque de fraude présenté par l'émetteur de l'instrument vendu¹⁵¹⁸. Chaque émetteur aura un rating de risque (*fraud risk rating*) en fonction du risque de fraude qu'il représente. L'idée de responsabiliser ainsi les investisseurs en les obligeant de payer une prime est assez originale. L'auteur reconnaît que la plus grande faiblesse du système proposé serait la détermination du rating de risque. Cette détermination pourrait éventuellement se baser sur les ratings *corporate governance* à l'instar des compagnies d'assurance qui s'y réfèrent pour la détermination de la prime de l'assurance responsabilité civile des dirigeants¹⁵¹⁹. Cependant, il n'existe pas de liens entre l'absence de

¹⁵¹⁶ AMF, Rapport sur le prononcé, l'exécution de la sanction et le post-sentenciel, groupe de travail présidé par Claude Nocquet, présidente de la commission des sanctions de l'AMF, oct. 2013.

¹⁵¹⁷ Davis, Alicia J. "The Investor Compensation Fund." J. Corp. L. 33, no. 1 (2007): 223-96, p. 226, spec.

¹⁵¹⁸ *Id.*

¹⁵¹⁹ *Ibid.*, p. 267

commission d'un délit d'initié et la bonne corporate governance d'une société¹⁵²⁰. Les mieux placés selon l'auteur pour évaluer le risque de fraude sont des auditeurs qui doivent avoir accès aux documents de l'émetteur. Néanmoins, le recours à des auditeurs serait assez coûteux, surtout pour les sociétés qui souhaitent s'introduire en bourse. En outre, le système proposé pourrait avoir un effet néfaste sur une société dont le rating de fraude est mauvais : on voit bien que plus le rating est mauvais plus la prime sera élevée et du coup les investisseurs n'achèteront pas les titres de cette société.

1089. On voit bien que ce système ajouterait une « surtaxe » à l'introduction à la cotation. En outre, compte tenu que la taxe sera à la charge de l'émetteur, le système n'aura pas un effet dissuasif sur les pratiques préjudiciables commises par les dirigeants. De même, il n'est pas certain que ce moyen de financement pourrait être suffisant pour indemniser efficacement les investisseurs. Tout dépendrait du montant de la prime. Ce qui nous amène à nouveau au problème de la surtaxe.

1090. Afin d'assurer une indemnisation accélérée des investisseurs, nous considérons que la création des fonds d'indemnisation et la détermination d'un délai pour le paiement des dommages et intérêts constituent des mesures suffisantes.

Avec l'étude de la création des procédures d'indemnisation accélérée nous achevons l'étude des règles de procédures. Qu'en est-il à présent des règles de fond ?

Section 2 Introduction des règles spéciales de fond

1091. L'amélioration des règles de procédure doit être accompagnée d'une modification du régime applicable au fond. Sans des règles précises de fond, toute règle de procédure n'aura aucune efficacité. Cette efficacité peut être assurée de deux manières : d'une part, le système juridique peut se doter d'un régime spécial de responsabilité (§1) et d'autre part, afin d'assurer une meilleure lisibilité du droit français il serait possible de prévoir des règles spéciales aménageant les règles d'imputabilité (§2).

¹⁵²⁰ *Ibid.*, p. 268

§1. Création de règles spéciales de responsabilité

1092. L'investisseur lésé peut fonder son action en responsabilité sur deux fondements possibles. Lorsqu'il invoque l'inobservation d'une obligation d'information, de mise en garde ou de conseil, la jurisprudence applique le régime de la responsabilité contractuelle¹⁵²¹. Avant la transposition de la directive MIF l'obligation de mise en garde était imposée par la jurisprudence par un « forçage »¹⁵²² du contrat. Depuis la transposition de la Directive MIF les trois types d'obligations dérivent désormais de loi et font partie de ce que l'on appelle les règles de bonne conduite. D'ailleurs, dans certaines décisions la Cour de cassation visait à côté de l'article 1134 du Code civil, l'ancien article L533-4 du Code monétaire et financier, qui incluait les obligations de bonne conduite¹⁵²³. Le régime contractuel ne s'impose pas d'emblée car les obligations sont fournies au stade précontractuel et il ne résulte pas du manquement à l'obligation de mise en garde ou d'information une inexécution du contrat de services. Madame Fabre-Magnan distingue parmi les obligations d'information celles qui sont contractuelles et celles qui ne sont pas¹⁵²⁴ : *« la distinction entre l'obligation d'information contractuelle et celle qui ne présente pas cette qualité (et dont la violation entraînera donc une responsabilité délictuelle) ne résulte pas seulement d'un critère chronologique, mais dépend des conséquences de l'inexécution de l'obligation pour son créancier. Le régime contractuel doit être réservé à l'inexécution d'une obligation d'information ayant une incidence sur l'exécution du contrat »*.

1093. S'agissant des abus de marché, son auteur peut engager sa responsabilité délictuelle si sa faute cause un préjudice. Ce régime est le plus souvent appliqué par le juge pénal. S'agissant de la violation des obligations professionnelles, il peut y résulter une faute contractuelle si leur violation constitue aussi une inexécution du contrat : par exemple si la présence d'un conflit d'intérêt empêche la fourniture d'un bon conseil en investissement.

Il serait possible d'aller au-delà du clivage responsabilité civile/délictuelle et d'envisager un régime professionnel de responsabilité autonome (A). Ce régime peut être complété par l'introduction de dommages et intérêts restitutoires ou punitifs (B).

¹⁵²¹ Cass. Com., 11 mars 2014, n° de pourvoi 13-10465 ; Cass. Com., 11 mars 2014, n° de pourvoi 13-10465

¹⁵²² F. Terré, op. cité

¹⁵²³ Cass. Com., 12 juin 2012, n° de pourvoi 11-20303 ; Cass. Com., 13 mai 2014, n° de pourvoi 09-13805

¹⁵²⁴ M. Fabre-Magnan, De l'obligation d'information dans les contrats, préf. J. Ghestin, LGDJ, 1992, n° 282 et s.

A/ Introduction de règles spéciales en matière de prospectus et de manipulation de marché

Avant de faire une proposition de texte, il est nécessaire de rappeler les principales raisons de l'instauration d'un régime spécial de responsabilité et de dresser ses principales caractéristiques.

1094. L'application du régime de responsabilité de droit commun ne permet pas une indemnisation efficace des préjudices. En effet, la jurisprudence actuelle de la Cour de cassation empêche une indemnisation intégrale. Le meilleur moyen de l'illustrer c'est reprendre un exemple de la jurisprudence. Pour rappel, la Cour de cassation a jugé dans 9 mars 2010¹⁵²⁵ « *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 de la société émettrice perd seulement une chance d'investir ses capitaux dans un autre placement ou de renoncer à celui déjà réalisé* ». Les termes utilisés par la Cour de cassation et notamment la précision « seulement » laissent à penser que la perte de chance est le seul préjudice réparable¹⁵²⁶. L'investisseur ne peut pas être réparé de son préjudice financier né de la variation du cours entre l'achat de son titre et sa cession. Le recours à la perte de chance sert à pallier les incertitudes de lien causal entre la faute et le préjudice subi par l'investisseur. La principale difficulté consiste à établir un lien causal entre un acte entraînant une décision d'investissement non éclairée et le préjudice né de la dépréciation des titres acquis ou de l'augmentation de la valeur des titres cédés. L'investisseur doit établir que l'acte dommageable, par exemple la diffusion d'une fausse information, a déterminé sa décision d'investissement. Or, il est assez difficile de prouver que si l'information était connue l'opération dommageable n'aurait pas été réalisée. En d'autres termes, il est assez délicat de savoir quel aurait été le comportement d'un investisseur s'il connaissait l'information. La jurisprudence a appliqué la même décision en matière de manquement à une obligation d'information et de mise en garde. Lorsqu'il s'agit d'un manquement à une obligation d'information ou de mise en garde, il y a deux solutions possibles – soit l'investisseur aurait pris la même décision auquel cas il n'y a pas lieu d'indemnisation, soit il aurait refusé de passer l'opération, auquel cas il faut l'indemniser intégralement. Entre le tout ou rien, l'application de la perte de chance permet d'indemniser partiellement l'investisseur dont la décision n'a pas été prise en pleine connaissance de cause. Cependant, lorsque l'acte

¹⁵²⁵ Cass. Com., 9 mars 2010, n° de pourvoi: 08-21547 08-21793, déjà cité

¹⁵²⁶ A-V Le Fur, D. Schmidt, Il faut un tribunal des marchés financiers, Rédigé en Février 2014 sur le site du cabinet de Me Dominique Schmidt, accessible à : http://www.lagbd.org/index.php/Il_faut_un_tribunal_des_march%C3%A9s_financiers_%28fr%29

dommageable a un effet sur le cours ou lorsque la faute a pour effet de modifier la vraie valeur du titre ou d'un produit financier, l'application de la perte de chance est complètement inadaptée. En effet, il est évident qu'un investisseur n'aurait pas passé l'opération s'il savait que les titres sont surévalués ou il ne les aurait pas cédés s'il savait qu'ils sont sous-évalués. Nous avons déjà montré pourquoi selon nous l'application de la perte de chance en matière ne doit pas être généralisée.

1095. S'agissant du lien de causalité, nous avons déjà examiné la possibilité d'établir un lien causal entre l'acte dommageable et le préjudice qui se présente différemment en manière financière. Il serait possible de raisonner par étapes et d'établir un lien de causalité d'abord entre l'acte dommageable et le dommage lui-même et ensuite entre le dommage et sa conséquence - le préjudice subi. Or, le lien causal entre l'acte dommageable et le dommage peut être présumé lorsque l'acte dommageable entraîne une décision non éclairée, basée sur une valeur erronée à cause de la faute (*cf.* l'acte dommageable est constitué par la diffusion d'une information fausse ou trompeuse, manipulation de cours ou rédaction d'un DICI ou prospectus contenant une information erronée ou trompeuse).

1096. Dans sa décision de 2010 la Cour de cassation présume que « *la fausse information a créé un contexte dans lequel un investisseur a pu perdre une chance d'arbitrer différemment*¹⁵²⁷. Le Professeur Schmidt constate « *que la notion de perte de chance utilisée par la Cour de cassation est en fait le palliatif d'une causalité incertaine*¹⁵²⁸ ». La Cour de cassation a créé ainsi une sorte de présomption de préjudice qui n'est pas justifiée. Dès le moment où la commission de la faute est constatée, cela entraîne automatiquement l'application de la perte de chance. Or, l'application généralisée de la perte de chance conduit à deux situations inacceptables. D'une part, elle ne permet pas une réparation intégrale notamment en cas de manipulation de marché et de manquement à l'obligation de conseil, et d'autre part, elle permet une indemnisation en l'absence de préjudice réel. En effet, celui qui acquiert des titres après la rectification de l'information ou après la révélation du caractère faux de l'information, prend sa décision d'investissement en pleine connaissance de cause et ne subit même pas un dommage. D'ailleurs, cette situation a été soulevée par le défendeur dans la décision de 2010¹⁵²⁹.

¹⁵²⁷ D. Schmidt, Abus de marché : quelles réparations ?, op. cité

¹⁵²⁸ *Id.*

¹⁵²⁹ V. Moyens reproduits sur le site légifrance sous Com. 9 mars 2010, n° 08-21547 08-21793, 4^{ème} moyen, 3^{ème} branche : « *alors qu'en ne recherchant pas, bien qu'elle y fût invitée par la société EPF Partners et Monsieur*

1097. Afin d'éviter cette situation, il nous paraît nécessaire de différencier les différentes situations possibles de se présenter. Ce système permet de ne pas traiter de la même manière des préjudices différents. En outre, la différenciation permet un calcul beaucoup plus précis du préjudice subi. Ainsi, l'approximation du calcul de la perte de chance peut être évitée. On peut prévoir un système qui va prendre en compte le dommage causée afin justement d'intégrer les diverses solutions déjà envisagée. Par conséquent, la première question à se poser est celle de savoir si la faute est commise après la décision d'investissement ou avant, de telle sorte qu'elle entraîne une décision d'investissement non éclairée. Si la faute est commise après, nous avons déjà montré que le droit commun permet d'établir le lien de causalité entre la faute et le préjudice subi. Il faut constater que la faute cause un dommage à savoir l'augmentation du risque de perte ou la diminution de la chance de gain, et que ce dommage entraîne une perte ou un manque à gagner. En ce qui concerne les préjudices nés d'une décision non éclairée, c'est ici que l'instauration d'un régime spécial peut améliorer la situation des investisseurs.

1098. La création d'un régime spécial présente plusieurs avantages :

- Accorder une meilleure réparation aux investisseurs en facilitant la preuve du préjudice ;
- Dissuader les comportements dommageables en favorisation des actions civiles ;
- Améliorer la confiance des investisseurs en permettant l'indemnisation de leurs préjudices ;
- Assurer une meilleure sécurité des transactions sur les marchés financiers en diminuant le risque de pertes en cas d'actes dommageables ;
- Assurer une meilleure visibilité du régime de responsabilité français.

1099. Quant au risque potentiel de développements de procédures abusives, cet inconvénient est contrebalancé par les avantages énumérés ci-dessous relatives à l'introduction d'une règle spéciale de responsabilité. En outre, la proposition de régime spécial ne concerne que les manquements relatifs aux documents précontractuels tels que prospectus ou DICI et les manipulations de marché. Le contentieux relatif aux manquements aux obligations d'information et de mise en garde peut être régi par le droit commun de la responsabilité.

Olivier X... dans leurs conclusions d'appel, si certains actionnaires, qui étaient intervenus massivement sur le titre Y... après novembre 2003, n'avaient pas pris leur décision d'investissement pour d'autres raisons que l'information véhiculée par les communiqués diffusés par l'émetteur, la cour d'appel n'a pas donné de base légale à sa décision au regard des articles L. 225-252 du Code de commerce et 1382 du Code civil ».

Nous avons déjà évoqué que dans ces hypothèses il s'agit d'un préjudice moral d'impréparation. En outre, il ne faut pas oublier qu'il faut privilégier un accord amiable.

1100. Proposition de texte. *L'auteur d'un acte ayant un impact sur le cours d'un titre financier ou sur la variation d'une valeur est responsable de l'entier préjudice causé par son acte.*

L'investisseur a droit d'une réparation intégrale en cas d'une information fausse contenue dans :

- *Un prospectus*
- *Document d'information clé pour l'investisseur*
- *Tout autre document fourni à un investisseur avant la souscription d'un titre ou d'un produit financier ou communiqué après celle-ci.*

L'investisseur qui se prétend victime doit justifier d'une part, qu'il a acquis ou cédé des titres ou produits financiers après l'acte dommageable et d'autre part sa perte et son manque à gagner. [Le lien entre l'opération réalisée et l'acte dommageable est présumé. L'auteur de l'acte peut rapporter la preuve contraire et notamment que ledit acte n'a pas provoqué la décision d'investissement.]

L'action en réparation se prescrit dans un délai de deux ans à compter de la date à laquelle l'investisseur a eu ou aurait dû avoir connaissance du dommage.

L'action est prescrite dans un délai de trois ans à partir de la commission de l'acte. Lorsqu'il s'agit de la communication d'informations fausses ou trompeuses, le délai commence à courir à partir de la dernière communication fausse ou trompeuse.

L'action de l'acquéreur sur le second marché d'un titre, dont le prospectus contient une information fausse ou trompeuse, doit être exercée dans les six mois à partir de l'acquisition du titre ou du produit financier.

1101. C'est une simple proposition de texte qui introduit une action en responsabilité spéciale. Cette action pourrait coexister avec les actions en responsabilité contractuelle ou délictuelle de droit commun dont les délais de prescription sont plus longs. Il est important de faire quelques remarques.

1102. Domaine de l'action. L'action est ouverte d'abord pour les préjudices résultant de la communication d'une information fausse ou trompeuse et de manipulation de cours.

Toutefois, le texte vise les actes dommageables ayant un effet sur le cours pour englober tout agissement dommageable et ne pas limiter l'action aux manipulations de marché. S'agissant de la variation d'une valeur, on inclut les manipulations d'index et non seulement les manipulations directes de cours de bourse. La variation de la valeur doit être constatée et établie, peu importe le marché sur lequel l'acte a été commis – marché réglementaire, MTF *etc.*

1103. Dans le second paragraphe, la proposition ouvre l'action aux préjudices résultant d'une information fausse ou trompeuse contenue dans un prospectus, DICI et tout autre document ayant pour objet de permettre une décision d'investissement en pleine connaissance de cause, mais qui n'est formellement un prospectus ou DICI. La dernière hypothèse concerne les documents communiqués lors d'un placement privé ou un document reçu par un investisseur souscrivant à des biens divers.

1104. La proposition ne vise que les acquisitions et les cessions à cause de l'acte dommageable car la simple conservation de titres ne cause pas un préjudice financier. L'investisseur ayant acquis ses titres avant l'acte dommageable ne les a pas acquis à un prix surévalué. Le fait qu'il pourrait éventuellement les céder s'il connaissait les informations, cause un préjudice moral mais pas un préjudice né de la variation du cours. En ce qui concerne l'investisseur qui a acquis des titres à un cours surévalué, il peut être indemnisé au titre du surplus payé. Cependant, en l'absence de moins-value le juge peut prendre en compte le surplus comme base de calcul du préjudice ou décider d'indemniser juste une partie de celui-ci.

1105. Domaine de la présomption. Les termes utilisés permettent de prendre en compte la variation du cours afin d'adapter l'action au contexte financier. S'agissant des informations contenues dans un document communiqué lors de la souscription ou après, les informations fausses ou omises doivent avoir une répercussion sur la valeur. Cet effet sur la valeur dans les deux hypothèses justifie le recours à une présomption. Il serait possible de présumer qu'un investisseur prend sa décision d'investissement sur la base de la valeur. Cependant, il s'agit d'une présomption simple et l'auteur de la faute peut la renverser s'il prouve que la décision d'investissement était motivée par d'autres considérations. Il a été déjà observé que c'est celui qui va à l'encontre de la plus grande vraisemblance de supporter la charge de la preuve.

1106. La présomption couvre le lien causal entre l'acte dommageable et le dommage (la prise de la décision non éclairée). Le lien causal entre le dommage et le préjudice, comme on l'a

déjà dit, doit être prouvé par l'investisseur. Il doit notamment rapporter la preuve de son préjudice réel. Le plus souvent ce sera une perte née de la moins-value constatée au moment de la cession.

1107. Prescription de l'action. S'agissant du délai de l'action, il est nécessaire de fixer un délai de prescription abrégé afin d'empêcher que les procédures contre l'auteur de l'acte dommageable s'éternisent dans le temps. L'action doit être exercée par l'investisseur dans des délais raisonnables. Pour cette raison, il vaudrait mieux prévoir une date butoir à partir de la commission de l'acte.

La création d'une action spéciale peut être complétée avec un texte précisant les méthodes d'évaluation du préjudice.

1108. Evaluation. La fixation de méthodes d'évaluation du préjudice pourrait constituer un guide utile pour les juges. Dans l'arrêt précité du 9 mars 2010, la cour d'appel avait écarté l'application de la perte de chance, c'est la raison pour laquelle son arrêt était cassé. En effet, il ne ressort pas clairement la manière dont elle a calculé le préjudice : *« que l'arrêt retient que le préjudice des actionnaires de la société ne s'analyse pas en la perte d'une chance d'investir ailleurs leurs économies dès lors qu'il est, en réalité, au minimum de l'investissement réalisé ensuite des informations tronquées portées à leur connaissance »*. Il semble que la cour d'appel a voulu restituer les fonds investis aux investisseurs. Or, restitution de capital initialement initial équivaut à une résolution de l'opération financière réalisée. Le préjudice né de la variation du cours n'est pas égal à investissement initial. Il est calculé en fonction de la valeur d'acquisition ou celle de cession. La restitution de l'investissement initial doit être réservée aux situations dans lesquelles l'investisseur a réalisé une opération non conforme à sa situation personnelle suite à un mauvais conseil en investissement.

1109. Lorsque l'acte dommageable entraîne une perte à cause de la variation du cours, le préjudice doit être égal à la différence entre l'achat au cours artificiel et le cours tel qu'il devrait exister sans l'acte dommageable si les titres ne sont pas cédés.

1110. Si les titres sont cédés à perte, le préjudice doit être égal à la différence entre l'achat à un cours artificiel et le cours au moment de la vente en prenant en compte l'effet réel de la faute sur la formation du cours¹⁵³⁰. Le calcul du préjudice prend en compte donc la différence

¹⁵³⁰ V. *supra* n° 866 et s.

entre le prix d'achat et le prix de cession pondéré éventuellement si le cours au moment de la cession incorpore d'autres facteurs économiques et non seulement l'effet de l'acte dommageable. En d'autres termes, il faut prendre en compte comme valeur de référence la valeur réelle du titre (qui pourrait correspondre à la valeur de cession si les titres sont cédés peu de temps après la révélation de l'acte dommageable).

1111. S'agissant des Organisme de placement collectif, leur valeur est déterminée en fonction de la valeur des titres acquis par le fonds. Afin de comparer la situation créée par la faute et la situation qu'il devrait exister en l'absence de celle-ci, il faut prendre en compte la valeur au moment de la souscription et une valeur virtuelle qui nécessite de restituer la valeur telle qu'elle devrait exister au moment du rachat. Les juges du fond ont déjà pris comme valeurs de référence le montant de l'investissement initial et la valeur au moment du rachat¹⁵³¹.

1112. Proposition de texte relatif aux méthodes de calcul du préjudice.

Le préjudice de l'investisseur ayant acquis des titres à un cours surévalué est calculé sur la base de la différence du prix d'acquisition et le prix réel.

Le préjudice de l'investisseur ayant acquis des titres à un cours surévalué est calculé en cas de cession à la différence du prix d'acquisition et le et le prix de cession calculé par la moyenne des cours des 90 jours suivant l'acte dommageable (il est possible de prévoir un autre mode de calcul de la valeur de cession afin de prendre en compte les éléments extérieurs à la faute, mais ayant un effet sur la formation du cours. Il est possible de prévoir une pondération du prix cession– par exemple 2/3 du cours de cession si on constate que le prix est formé non seulement en fonction de l'acte dommageable, mais aussi en fonctions d'autres éléments extérieurs. En outre, il est possible de prendre directement le cours de cession comme valeur de référence si la cession intervient à un moment très proche de la révélation de l'acte dommageable).

Le préjudice de l'investisseur ayant acquis des titres à un cours surévalué est calculé en fonction de la différence du prix d'achat et le prix réel au moment de l'achat.

Le préjudice de l'investisseur ayant cédé ses titres à un cours sous-évalué est égal à différence du prix de cession et le prix réel au moment de la cession.

¹⁵³¹ Com. 23 septembre 2014, n° de pourvoi : 13-22763

Le préjudice de l'investisseur ayant réalisé un investissement non conforme à sa situation personnelle est égal à l'investissement initial.

Ces règles de calcul permettent une évaluation adaptée tout en mettant en œuvre le principe de l'indemnisation intégrale. Dans certaines circonstances cependant il vaut mieux appliquer des dommages et intérêts punitifs ou restitutoires.

B/ Introduction de dommages et intérêts restitutoires et punitifs

1113. L'introduction des dommages et intérêts restitutoires ou punitifs permettrait de dissuader des comportements dommageables. La finalité des dommages et intérêts punitifs est de punir l'auteur de la faute. Toutefois, en matière financière les dommages et intérêts punitifs et restitutoires peuvent constituer un moyen adapté d'indemniser les investisseurs dans certaines circonstances.

1114. Nous avons déjà examiné la difficulté d'établir le préjudice résultant d'une omission. Il serait impossible de savoir quelle aurait été le comportement d'un investisseur donné si l'omission n'avait pas eu lieu. Cette difficulté se rencontre chaque fois qu'un acte d'omission empêche la prise d'une décision qui aurait évité le préjudice. Dans cette hypothèse il est impossible d'établir un lien de causalité. C'est la raison pour laquelle la jurisprudence a appliqué la notion de perte de chance afin de pallier l'incertitude du lien causal. Toutefois, il a été observé que la volonté individuelle ne peut pas constituer un événement incertain justifiant l'application de la perte de chance.

1115. En effet, il est possible d'éviter une application détournée de la perte de chance par le recours à des dommages et intérêts punitifs ou restitutoires qui seront alloués aux investisseurs lésés. Ces dommages et intérêts peuvent s'ajouter aux dommages et intérêts au titre du préjudice moral d'impréparation. Le domaine de ces dommages et intérêts complémentaires sera limité à quelques hypothèses précises dans lesquelles l'établissement et la preuve du préjudice sont particulièrement problématiques.

1116. Dommages et intérêts restitutoires en matière de délit d'initié. Il a été déjà examiné qu'il est assez difficile de prouver que les opérations d'initié causent un préjudice. Il n'en demeure pas moins que lorsque l'information privilégiée a un tel caractère qu'aurait été prise en compte par un investisseur normal, on pourrait imaginer un préjudice de fait de l'omission

d'informer le public. Toutefois, nous avons vu que l'initié doit juste s'abstenir d'agir, il n'est nullement obligé de communiquer information privilégiée. Lorsque l'auteur de l'opération d'initié non seulement viole son obligation d'abstention, mais aussi induit les investisseurs en erreur en manipulant le marché (cf. diffusion de fausses information ou manipulation de cours), il serait possible de prévoir des dommages et intérêts restitutoires qui auront pour objet de sanctionner l'auteur des fautes en confisquant les bénéfices illicites réalisés.

1117. Proposition de texte. *Les bénéfices réalisés suite d'un concours de délit d'initié et de manipulation de marché sont confisqués et distribués aux investisseurs au pro rata des titres acquis ou cédés. Les investisseurs lésés sont ceux ayant réalisé une opération en sens contraire de l'initié à partir du moment où l'information aurait dû être communiquée au public et jusqu'à sa publication.*

1118. Observations. La sanction de l'initié ne doit pas être appliquée qu'en cas de réalisation de bénéfices. Ce qui exclut la situation où l'initié évite une perte. En effet, les bénéfices ne peuvent être confisqués et distribués aux investisseurs qu'en cas de gain réalisé par l'initié. En cas de réalisation d'économies il pourrait y avoir des difficultés d'obtenir les fonds, notamment en cas d'insolvabilité de l'initié. Les investisseurs qui peuvent agir sont ceux qui ont réalisé une opération en sens contraire sachant qu'on ne recherche pas les investisseurs qui ont concrètement servi de contrepartie pour la réalisation de l'opération d'initié. En effet, la période à partir de laquelle on prend en considération les investisseurs lésés ne correspond pas toujours au moment de la commission de l'opération d'initié. Il peut y avoir un décalage entre l'obligation de s'abstenir d'utiliser une information privilégiée et l'obligation pour l'émetteur de communiquer cette information au public¹⁵³². La période visée est celle pendant laquelle les investisseurs sont privés d'une information susceptible d'influencer leurs décisions d'investissement. Nous avons déjà évoqué la difficulté de prouver un préjudice financier dans cette hypothèse. L'allocation de dommages et intérêts restitutoires en cas de concours d'infractions a pour objet de remédier à cette situation.

1119. Dommages et intérêts restitutoires en matière de manquement aux obligations d'information. Les investisseurs ont droit à une information précontractuelle, c'est-à-dire avant la passation d'une opération financière, et dans les conditions fixées par la réglementation, à une information périodique qui pourrait permettre de se dessaisir d'un investissement déjà réalisé. En cas d'omission d'une information importante, l'investisseur

¹⁵³² V. *supra* n°690

peut prétendre que s'il connaissait l'information, il aurait évité une perte. Seulement, il aura du mal à prouver le lien de causalité entre l'omission et sa perte. Dès lors, il serait possible d'indemniser les investisseurs dans cette hypothèse en prévoyant des dommages et intérêts restitutoires. Les bénéfices à restituer seront les frais de gestion perçus par les sociétés de gestion.

1120. Il est possible de prévoir cette fois des dommages et intérêts punitifs afin de sanctionner le comportement d'un prestataire qui n'a pas correctement informé l'investisseur. Nous avons déjà observé que le manquement à l'obligation d'information ou de mise en garde donne lieu à un préjudice moral. Le législateur peut prévoir une sanction pour le prestataire qui sera additionnée aux dommages et intérêts alloués à l'investisseur au titre de son préjudice moral.

Nous avons présenté quelques propositions en matière de responsabilité. Nous allons à présent envisager la possibilité de prévoir des règles spéciales aménageant les règles d'imputabilité.

§2. Création de règles spéciales aménageant les règles d'imputabilité

1121. Étant donné que plusieurs prestataires interviennent dans la réalisation d'un service financier, il est possible d'imputer l'acte dommageable à plusieurs personnes. Il ne s'agit pas ici d'examiner les différents types de recours qui existent : contre le dirigeant¹⁵³³, contre l'émetteur¹⁵³⁴ ou contre l'intermédiaire financier. Ces recours ne présentent pas de spécificités particulières, sous réserve de la question relative à la détermination d'un préjudice personnel de l'associé, déjà examinée¹⁵³⁵. Dans ce paragraphe il faut examiner les problèmes liés à l'imputation des préjudices lorsqu'un prestataire a contribué à la réalisation du préjudice sans le causer personnellement. Il n'existe pas de consensus sur la terminologie du lien de rattachement : la doctrine le dénomme différemment « *lien de rattachement du fait dommageable au responsable*¹⁵³⁶ » ou « *imputabilité juridique*¹⁵³⁷ ». Pour des raisons de simplicité on va utiliser le terme d'imputabilité.

¹⁵³³ Ces conditions de ce recours dépendent de la qualité de la personne qui agit : s'il s'agit d'une personne tiers à la société il faudra prouver une faute détachable des fonctions du dirigeant, alors que s'il s'agit un associé il n'aura pas besoin de prouver une telle faute – v. Com. 9 mars 2010, déjà cité.

¹⁵³⁴ Sur ces recours, v. N. Spitz, op. cit., spéc. p. 165 et s. et p. 187 et s.

¹⁵³⁵ V. *supra* n°177 et s.

¹⁵³⁶ G. VINEY, P. JOURDAIN, op. cit.

¹⁵³⁷ P. JOURDAIN, Retour sur l'imputabilité, Mél. Bouloc, Dalloz 2007, p. 511

Il faut s'interroger sur la question de savoir si l'efficacité de la réparation nécessite d'améliorer la lisibilité des règles de rattachement d'un préjudice à son auteur. Avant de voir la répartition de la responsabilité entre les différents intervenants (B), on va envisager la responsabilité de la société mère (A).

A/ La responsabilité de la société-mère

1122. Dans le domaine financier il est assez fréquent qu'un grand établissement bancaire exerce par l'intermédiaire de ses filiales plusieurs activités : service de conseil en investissement, activité de dépositaire, société de gestion, analyse financière, service de réception et de transmission d'ordres (RTO) etc. En application du principe de l'autonomie des personnes morales, la faute commise par une filiale n'engage pas la société mère et du coup il est impossible d'agir contre celle-ci¹⁵³⁸. Cependant, dans des circonstances exceptionnelles telles que confusion de patrimoines, société fictive ou direction de fait de la filiale par la société mère, l'autonomie de la filiale est écartée et l'action contre la société-mère devient possible.

1123. En ce qui concerne la confusion de patrimoines, cette hypothèse suppose une impossibilité de distinguer les patrimoines des deux sociétés de tels point qu'il est impossible de dresser des comptes distincts¹⁵³⁹. La confusion peut résulter de l'imbrication des éléments d'actifs et de passifs des patrimoines de la filiale et de la société mère ou de flux financiers anormaux entre les sociétés¹⁵⁴⁰. L'intérêt d'une telle mécanique réside dans l'unité d'étendre l'ouverture d'une procédure collective à une société qui n'est en cessation des paiements¹⁵⁴¹. La même possibilité est prévue en cas de fictivité de la société. En cas de confusion de patrimoines le patrimoine de la société-mère est additionné à celui de la filiale¹⁵⁴². S'agissant de la fictivité de la filiale, elle est caractérisée par un « *faisceau d'indices qui tend à démontrer qu'une seule personne morale existe là où on est en présence de plusieurs sociétés. Ces indices peuvent être la communauté de dirigeants, de siège social, de personnel et de moyens* ».

¹⁵³⁸ Sur l'ensemble de la question v. C. Hannoun, Le droit et les groupes de sociétés, thèse 1988, sous la dir. de A. Lyon-Caen

¹⁵³⁹ J-F Barbiéri, Associés et obligataires d'une société faillie, Rev. Proc. Coll., 1991, p. 153, spéc. p. 173

¹⁵⁴⁰ P. Delmotte, Les critères de la confusion des patrimoines dans la jurisprudence de la Cour de cassation : RJDA 2006/6, p. 539.

¹⁵⁴¹ L. 621-2 du Code de commerce

¹⁵⁴² Cass. Com., 13 septembre 2011, n° de pourvoi: 10-24536

*d'exercice de l'activité, de comptabilité...*¹⁵⁴³ ». Enfin, la société-mère peut être déclarée dirigeant de fait et répondre des actes de sa filiales si en toute indépendance et liberté, elle exerce une activité positive de gestion et de direction¹⁵⁴⁴.

1126. Imaginons l'hypothèse suivante : une société filiale diffuse des informations mensongères ou trompeuses, « sous l'ordre de » la société mère ou au moins elle en profite. La responsabilité de la société mère ne pourrait pas être recherchée que dans les situations exceptionnelles que l'on vient d'examiner. Il faut avouer qu'une société-mère pourrait suggérer la diffusion d'une information qui la concerne, mais ce n'est pas pour autant qu'il y ait une confusion de patrimoines, une fictivité ou direction de fait.

1125. En effet, dans le domaine financier, la confusion de patrimoines et la fictivité ne doivent être assez exceptionnelles lorsqu'il s'agit de sociétés de gestion ou d'entreprises financières. En effet, les conditions strictes d'obtention de l'agrément et l'exercice du contrôle prudentiel ne peuvent pas en principe laisser exister des sociétés fictives et des relations financières anormales. Concernant, l'hypothèse de direction de fait, elle suppose la réunion d'un faisceau d'indices concordants. La Cour de cassation a jugé que « *les personnes tant physiques que morales qui, dépourvues de mandat social, se sont immiscées dans la gestion, l'administration ou la direction d'une société, celles qui en toutes souveraineté et indépendance, ont exercé une activité positive de gestion et de direction engageant la société sous couvert ou au lieu et place de ses représentants légaux*¹⁵⁴⁵. » Or, l'existence d'un faisceau d'indices exclut en principe l'existence d'une direction de fait en cas d'un acte isolé.

1126. Afin de favoriser l'indemnisation des victimes, le droit américain (Securities and Echange Act de 1934 et Securities Act de 1933) prévoit la responsabilité de la société-mère lorsque la filiale commet un délit boursier (*liability of controlling person*). La Section 20(a) de Securities and Echange Act ouvre la possibilité d'une responsabilité *in solidum* de la société-mère et de la filiale ou d'une action directe contre la société mère¹⁵⁴⁶ (« *liable jointly and severally* »). L'application de cette règle nécessite la réunion de deux conditions : il faut constater une violation d'un texte de Securities and Echange Act (*cf.* la règle 10-5) et

¹⁵⁴³ P. Le Cannu, Droit des sociétés, Montchrestien, n°1463

¹⁵⁴⁴ Com. 28 janvier 1997, n° de pourvoi: 94-18810

¹⁵⁴⁵ Cass. com. 25 janvier 1994 n° 91-20.007

¹⁵⁴⁶ V. 15 U.S. Code § 78t - Liability of controlling persons and persons who aid and abet violations

l'exercice d'un contrôle sur la société auteur de la violation¹⁵⁴⁷. La société qui contrôle l'auteur de l'acte dommageable peut se défendre en prouvant sa bonne foi et qu'elle n'a pas été impliquée directement ou indirectement dans la commission de l'acte ou qu'elle n'a pas été coauteur. Ce moyen de défense (« *good faith* ») montre que la bonne foi de la société mère n'est pas présumée.

1127. A notre avis, la possibilité de prévoir la transparence de la filiale par la création d'une règle spéciale de responsabilité de la société-mère en droit français pourrait se justifier uniquement si la société-mère peut être rattachée d'une certaine manière à l'acte dommageable, même si elle n'en pas l'auteur direct. Ce lien peut être caractérisé par exemple par l'intérêt que retire la société-mère de l'acte dommageable réalisé par sa filiale et par l'absence d'autonomie décisionnelle de la filiale.

B/ Règles de répartition de la responsabilité des différents intervenants

1128. La gestion des organismes de placement collectif donne lieu à un contentieux important. Les directives UCITS et MIF prévoient plusieurs règles ayant pour objet la protection des investisseurs. Ces règles sont mises à la charge des divers intervenants – établissements bancaires, PSI, société de gestion, dépositaires. En cas de manquement à leurs obligations, l'investisseur doit savoir la personne contre laquelle il doit exercer son action. Dans certaines hypothèses, il peut y avoir plusieurs responsables. Afin d'assurer une meilleure lisibilité du régime existant, on peut prévoir des règles de répartition de la responsabilité entre les différents intervenants. On va envisager d'une part, la répartition de la responsabilité entre la société de gestion et le dépositaire et d'autre part la répartition entre les différents prestataires intervenants dans la chaîne de distribution d'OPC.

1. Société de gestion/ Dépositaire

1129. Les fonctions du dépositaire. Les dépositaires d'organismes de placement collectif en valeur mobilière (OPCVM) et de fonds d'investissement alternatifs (FIA) ont deux missions

¹⁵⁴⁷ La notion de contrôle n'est pas précisée dans le texte – V. Erin L. Massey, Control Person Liability Under Section 20(a): Striking A Balance of Interests for Plaintiffs and Defendants, 6 HOU S. BUS. & TAX L.J. 109, 114-122 (2005)

principales : ils assurent la conservation des actifs détenus par les fonds et s'assurent de la régularité des décisions de la société de gestion par rapport aux dispositions législatives et réglementaires applicables ainsi que celles figurant dans son prospectus.

Aux termes de l'article L214-20 III le dépositaire :

« 1° S'assure que la vente, l'émission, le rachat, le remboursement et l'annulation des parts ou actions effectués par l'OPCVM ou pour son compte, sont conformes aux dispositions législatives ou réglementaires applicables et au prospectus de l'OPCVM ;

2° S'assure que le calcul de la valeur des parts ou actions est conforme aux dispositions législatives ou réglementaires applicables et au prospectus de l'OPCVM ;

3° Exécute les instructions de la SICAV ou de la société de gestion, sauf si elles sont contraires aux dispositions législatives ou réglementaires et au prospectus de l'OPCVM ;

4° S'assure que, dans les opérations portant sur les actifs de l'OPCVM, la contrepartie lui est remise dans les délais d'usage ;

5° S'assure que les produits de l'OPCVM reçoivent une affectation conforme aux dispositions législatives ou réglementaires applicables et au prospectus de l'OPCVM¹⁵⁴⁸. »

1130. Les fonctions de la société de gestion. C'est la société de gestion, dans ses fonctions de gestion, qui effectue les émissions, les rachats, le calcul de la valeur liquidative et choisit les instruments financiers composant l'actif du fonds en respect des obligations réglementaires. Le dépositaire exerce un contrôle *a posteriori* sur les décisions prises par la société de gestion.

1132. La responsabilité. Le Code monétaire et financier prévoit deux textes relatifs au régime de responsabilité du dépositaire. L'article L.214-11 du Code monétaire et financier prévoit la responsabilité du seul dépositaire, à l'égard de la société de gestion et des porteurs de parts ou des actionnaires, *« de tout préjudice subi par eux résultant de l'inexécution injustifiable ou de la mauvaise exécution de ses obligations »*. Ce texte est relatif aux OPCVM.

1133. S'agissant des FIA, le Code monétaire et financier prévoit l'obligation de restitution des actifs gardés et la responsabilité du dépositaire *« à l'égard du FIA ou à l'égard des porteurs de*

¹⁵⁴⁸ Pour les FIA on trouve les mêmes dispositions à l'art. L214-24-8 du CMF

*parts ou actionnaires du FIA, de toute autre perte résultant de la négligence ou de la mauvaise exécution intentionnelle de ses obligations*¹⁵⁴⁹ ».

1134. Les obligations du dépositaire ne sont pas identiques s'agissant de la conservation des actifs d'un OPCVM ou d'un FIA. En principe, le dépositaire reste responsable même en cas de délégation de ses fonctions de conservation à un tiers. Ce régime a été appliqué par la Cour de cassation dans un arrêt de 2010 dans lequel elle a jugé que le dépositaire a une obligation de restitution des actifs conservés même en cas de sous-conservation¹⁵⁵⁰. La Directive AIFM prévoit une dérogation à ce principe en cas de clause expresse qui décharge le dépositaire de sa responsabilité. Cette dérogation au principe est possible à condition d'être justifiée¹⁵⁵¹.

1135. Concernant la conservation des actifs du fonds, le dépositaire est responsable individuellement envers la société de gestion et les investisseurs (porteur ou actionnaires). La société de gestion peut agir au nom des porteurs ou des actionnaires (art. L214-11, al. 2 CMF). Celle-ci doit agir sur le fondement de la responsabilité contractuelle sachant que les relations les deux prestataires sont déterminées dans un contrat écrit¹⁵⁵², alors que les porteurs ou les actionnaires doivent se fonder sur les règles de la responsabilité délictuelle¹⁵⁵³.

1136. S'agissant de la mission de contrôle des décisions prises par la société de gestion, (contrôle du respect de l'orientation des placements mentionnée dans le prospectus, contrôle du respect des ratios d'investissement réglementaires, contrôle de la détermination de la valeur liquidative etc.) la responsabilité du dépositaire peut être aussi engagée.

1137. Un ancien article L214-28, issu de la loi du 23 décembre 1988¹⁵⁵⁴, relatif aux fonds commun de placement (FCP)¹⁵⁵⁵ prévoyait que les dépositaires et les sociétés de gestion « *sont responsables individuellement ou solidairement, selon le cas, envers les tiers ou envers les porteurs de parts, soit des infractions aux dispositions législatives ou réglementaires applicables aux fonds communs de placement, soit de la violation du règlement du fonds,*

¹⁵⁴⁹ Art. L. 214-24-10, I du CMF

¹⁵⁵⁰ Cass. Com. 4 mai 2010, n° de pourvoi : 09-14.187 09-14.975, V. A. MAFFEI, Controverse autour des obligations du dépositaire, Revue de droit banc. et fin. janv.-févr. 2011, p. 46

¹⁵⁵¹ V. la transposition à l'art. L214-24-10, III du CMF

¹⁵⁵² Art. L214-14-4 du CMF pour les FIA, moins clair pour les OPCVM car le texte dit seulement que le dépositaire est désigné par écrit – art. 22 de la Directive 2009/65/CE dite UCITS IV

¹⁵⁵³ S'agissant de porteurs de FIA, ce régime pourrait poser un problème d'opposabilité des clauses de décharge de responsabilité entre une société de gestion de FIA et le dépositaire. Cependant, la Directive AIFM, prévoit à l'article 21, point 6, e) que « *le dépositaire est contractuellement responsable à l'égard du FIA, ou des investisseurs du FIA* ». Il s'agit à notre avis d'un régime autonome de responsabilité professionnelle et pas d'une responsabilité contractuelle en vertu de la loi.

¹⁵⁵⁴ Loi n°88-12-01, V. art. 15

¹⁵⁵⁵ La même disposition était prévue pour les SICAV

soit de leurs fautes ». Ce texte a été modifié par l'ordonnance du 25 juillet 2013¹⁵⁵⁶ et on ne le retrouve plus dans le Code monétaire et financier. Il est vrai que ce texte rappelait seulement le régime de responsabilité pour faute du dépositaire et de la société de gestion. Il n'empêche qu'il montre la possibilité d'agir contre le dépositaire et la société de gestion *in solidum* en cas de violation par la société de gestion de ses obligations et d'absence de contrôle par le dépositaire. Nous avons déjà évoqué le fait qu'un investisseur peut prétendre d'être indemnisé pour sa perte de chance de réaliser un gain en cas d'absence de contrôle du dépositaire¹⁵⁵⁷. Il s'agit dans cette hypothèse d'une perte d'opportunité – si le dépositaire aurait exercé son contrôle l'investisseur pourrait réaliser un gain ou éviter une perte. Il peut s'agir, comme le prévoyait l'ancien article L214-28, d'une responsabilité *in solidum*. L'investisseur pourrait agir dans ce cas contre les deux pour la totalité de la faute.

1138. Toutefois, si le dépositaire est condamné *in solidum* avec la société de gestion, à notre avis il peut se retourner contre celle-ci. En effet, le contrôle du dépositaire s'exerce *a posteriori* et c'est la société de gestion qui est à l'origine de la perte des investisseurs. Il serait possible de prévoir dans le contrat liant le dépositaire et la société de gestion l'existence de cette action récursoire.

1139. Par souci de lisibilité des règles de responsabilité, on pourrait réintroduire l'ancien article 214-28 en précisant que l'action *in solidum* contre le dépositaire et la société de gestion se rapporte aux missions de contrôle du dépositaire.

2. Producteur/Promoteur/Distributeur de produits financiers

1140. Il est assez fréquent que celui qui a créé le fonds ne se charge pas de sa commercialisation. De même, le producteur de fonds peut être à l'origine de messages publicitaires. S'agissant de la responsabilité du fait des informations mensongères contenues dans un prospectus ou d'informations incohérentes avec celui-ci, la loi prévoit la responsabilité de la société de gestion¹⁵⁵⁸. Elle est aussi responsable de la communication et du contenu du prospectus et des rapports périodiques. En outre, la société de gestion est

¹⁵⁵⁶ Ordonnance n° 2013-676 du 25 juillet 2013 modifiant le cadre juridique de la gestion d'actifs

¹⁵⁵⁷ V. *supra* n°295

¹⁵⁵⁸ Art. 411-108 du RG AMF

responsable des documents constitutifs et du respect des règles du fonctionnement du fonds¹⁵⁵⁹.

1141. S’agissant de la communication du DICI, la Directive UCITS prévoit que lorsque la commercialisation n’est pas assurée par la société de gestion, c’est le commercialisateur qui doit communiquer le DICI avant la souscription des parts ou actions¹⁵⁶⁰. S’agissant de la présentation des messages commerciaux, leur auteur doit être normalement responsable.

1142. L’imputation de la responsabilité à plus d’un prestataire pourrait exister s’agissant de la présentation du fonctionnement du fonds, des mises en gardes relatives aux risques présents et la présentation de la performance. Ce type d’information sont incluses dans le DICI et le prospectus. En outre, la personne qui a le contact direct avec l’investisseur, doit adapter les informations fournies en fonction de la qualité de celui-ci. Le conseiller en investissement doit en plus adapter l’investissement à la situation personnelle de l’investisseur. Si l’investisseur n’est pas bien informé par le DICI, le prospectus et le distributeur du fonds, il peut agir contre le producteur du fonds et contre le distributeur *in solidum*.

1143. En ce qui concerne l’adaptation de l’investissement choisi à la situation personnelle de l’investisseur, le seul responsable doit être en principe le conseiller en investissement et pas le producteur du fonds.

1144. S’agissant de l’obligation de mise en garde et d’information, il est possible d’agir contre le commercialisateur et le producteur *in solidum* lorsque la rédaction du prospectus ou du DICI soit confuse et équivoque. En effet, dans cette situation le commercialisateur peut dissiper toute ambiguïté.

¹⁵⁵⁹ Art. 19, point 6 de la Directive UCITS

¹⁵⁶⁰ V. Art. 80 de la Directive UCITS, transposé à l’art. 411-128 du RG AMF

Conclusion du Chapitre

1145. Deux séries de règles peuvent améliorer la situation des investisseurs : il est possible de prévoir des règles spéciales de fond et de procédure ayant pour but de mieux réparer les préjudices subis par les investisseurs, et en outre, il est possible de prévoir des règles spéciales aménageant les règles d'imputabilité afin d'améliorer la lisibilité du régime de responsabilité. Sur ces deux séries de règles, nous avons suggéré l'insertion de règles spéciales. Toutes ces règles peuvent constituer un corps de règles spéciales instituant un régime autonome d'indemnisation du préjudice financier. Il serait ainsi possible d'une part d'instaurer une présomption du lien causal entre la faute et la prise de la décision d'investissement en cas de manipulation de marché et de communication de fausses informations dans un prospectus ou DICI, et d'autre part, de prévoir des règles de calcul du préjudice financier. En outre, afin de sanctionner l'inobservation des règles d'information et de punir plus lourdement le concours d'infractions ou de manquements et notamment en matière d'abus de marché, il serait possible de prévoir des dommages et intérêts restitutoires ou punitifs pour distribuer aux investisseurs victimes les bénéfices réalisés par les responsables ou d'allouer des dommages et intérêts punitifs. En ce qui concerne les règles de procédure, il est proposé d'étendre l'action de groupe en cas d'abus de marché et de promouvoir les modes alternatifs de règlement des conflits.

Conclusion du Titre II

1146. Le constat de l'inefficacité des règles de procédure existantes et l'inadaptation du droit commun à l'exercice effectif du droit d'indemnisation nous amène à envisager l'introduction de règles de procédure et fond adaptées. À l'instar de l'introduction de règles spéciales dans d'autres domaines comme le droit de la concurrence ou en matière de contrefaçon et les régimes spéciaux existants dans d'autres pays de l'Union européenne en matière financière, il est possible d'introduire des règles spéciales ayant pour objet d'améliorer le traitement du contentieux financier et de prévoir un régime spécial de responsabilité. Toutes ces mesures répondent à un double objectif : améliorer la situation des investisseurs et permettre la lisibilité du droit français afin de promouvoir les marchés financiers.

Conclusion de la Seconde Partie

1147. Nous avons découvert dans la seconde partie que les règles de preuve et d'évaluation peuvent être simplement adaptées au contexte financier. Il apparaît en ce qui concerne la preuve du lien causal que le fonctionnement même des marchés financiers peut fonder une présomption du lien de causalité entre le dommage et le préjudice dans certaines hypothèses. En revanche le lien de causalité entre le dommage et le préjudice doit être établi par l'investisseur. En ce qui concerne l'évaluation, la règle d'indemnisation intégrale permet de prendre en compte les spécificités du préjudice financier. Toutefois, ce principe peut être écarté dans quelques situations bien déterminées afin de sanctionner les comportements les plus lourds et responsabiliser la victime.

1148. L'exercice du droit d'indemnisation peut être amélioré par l'introduction de règles spéciales de procédures pouvant améliorer et accélérer le contentieux financier. En outre, le droit financier peut être réformé par l'introduction de règles spéciales en matière d'abus de marché et de prospectus ayant pour objet de renforcer la protection des investisseurs.

Conclusion générale

1149. Au terme de cette étude, il est possible d'affirmer la nécessité d'identifier le préjudice financier et l'importance de prévoir des règles d'indemnisation adaptées au fonctionnement des marchés financiers.

En ce qui concerne l'identification du préjudice financier, on rappellera que le préjudice financier a été défini comme celui qui résulte de la variation d'une valeur ou du cours d'un titre financier. Il ressort de cette définition que le préjudice financier « pur » doit être distingué d'autres types de préjudices et notamment de la perte de chance. Cette distinction s'impose parce que ces deux types de préjudices ne sont pas indemnisés de la même manière. Il était donc primordial de souligner l'inadéquation de l'application systématique de la notion de perte de chance en matière financière. En effet, dans ses dernières décisions la Cour de cassation applique constamment la perte de chance en matière de diffusion d'informations fausses ou trompeuses et l'inobservation des règles de bonne conduite. Sur le plan pratique, la perte de chance constitue un moyen commode de surmonter la difficulté d'établir un lien de causalité direct entre la faute et le préjudice. Or, cette difficulté se présente lorsque la victime prend une décision à la suite de l'acte dommageable. L'impossibilité de connaître avec certitude le comportement qu'aurait eu la victime en l'absence de la faute a permis aux juges d'appliquer la perte de chance. En effet, il serait possible que la victime prenne la même décision même en l'absence de la faute ou elle prenne une autre décision qui aurait évité le préjudice final. Certes, l'acte dommageable ne constitue pas toujours l'événement déclencheur de la prise d'une décision dommageable. Cependant, cette jurisprudence amène à une limitation de l'indemnisation, car la perte de chance est indemnisée en fonction de la chance d'éviter le préjudice final et elle ne correspond jamais à la totalité du préjudice subi. En outre, ce système apparaît non seulement inadéquat, mais aussi injustifié toutes les fois où le préjudice financier constitue la suite directe de l'acte dommageable. Afin d'indemniser intégralement le préjudice de l'investisseur, il fallait essayer de démontrer que l'incertitude concernant le comportement de la victime en l'absence de la faute peut être levée en matière financière. En principe, l'interposition de la décision de la victime entre la faute et le préjudice modifie les rapports de causalité. Toutefois, si on prend en compte l'impact de la faute sur le cours d'un titre, il sera possible d'établir le lien entre la prise de la décision d'investir et la faute. Tel est notamment le cas lorsque la décision d'investissement est prise

après une manipulation de marché. La perte de chance ne permet pas de prendre en compte la variation du cours causée par l'acte dommageable. Or, cette spécificité doit être prise en compte non seulement pour identifier le préjudice financier et mais aussi pour l'évaluer. Dès lors, il a fallu remettre en question le système actuel qui ne distingue pas le préjudice financier de la simple perte de chance, avant même d'essayer d'identifier le préjudice financier.

1150. L'identification du préjudice est possible par le recours à la distinction entre le dommage et le préjudice. Le préjudice, tel qu'il a été défini est un concept qui relève de l'immatériel, car il n'accède au monde juridique qu'au moment où il est identifié et calculé. Cependant, le préjudice n'est pas détaché de l'ordre du matériel. En effet, le préjudice est une conséquence du dommage qui apparaît comme une altération de la situation de l'investisseur. Le dommage est un élément matériel et factuel et fait partie intégrante de la chaîne des événements qui aboutissent au préjudice final. Vu que l'investisseur est une personne qui prend une décision d'investissement qui l'expose à un risque, tout en espérant réaliser un gain, l'environnement de l'investisseur peut être ébranlé de deux manières. D'une part, l'investisseur subit un dommage s'il prend une décision d'investissement qui n'est pas éclairée, par manque d'informations ou informations erronées, et d'autre part, il subit un dommage si le risque de perte est soit augmenté par l'acte dommageable, soit la chance de gain est diminuée par celui-ci. En d'autres termes, ces deux situations factuelles, à savoir la prise d'une décision non éclairée et l'augmentation du risque de perte ou la diminution de la chance de gain, donnent naissance respectivement à deux dommages différents. La distinction entre le préjudice et le dommage permet non seulement d'identifier tous les préjudices susceptibles de se produire d'un même type de dommage, mais aussi de constater que le dommage ne donne pas toujours lieu à un préjudice effectif. Il a été constaté que l'atteinte portée à la situation de l'investisseur n'entraîne pas toujours une perte financière. En effet, ce n'est pas parce que la faute cause un dommage que l'investisseur subit un préjudice. Par exemple, l'investisseur peut acquérir des titres à un cours surévalué et les céder peu de temps après, c'est à dire à un moment où le cours est encore sous l'influence de l'acte dommageable. Dans cette situation, l'investisseur ne subit pas de perte.

1151. L'identification du préjudice financier par le recours à la distinction entre le préjudice et le dommage permet aussi d'établir le lien de causalité plus facilement. Le préjudice a été analysé comme l'aboutissement d'un processus dommageable dans lequel il y a plusieurs événements qui interviennent. Dans la chaîne des événements, le préjudice financier apparaît comme une suite du dommage, lui-même causé par la faute. Ces éléments, à savoir la faute, le

dommage et le préjudice, se relient entre eux par des liens causals. Or, s'il s'avère particulièrement difficile de prouver le lien de causalité entre la faute et le préjudice directement et notamment lorsque la décision d'investissement s'interpose entre la faute et le préjudice lui-même, il sera possible d'établir deux liens de causalité : le premier qui relie la faute au dommage et le deuxième qui relie le dommage au préjudice.

1152. L'existence des deux types de dommages justifie l'étude du préjudice en fonction de son origine. En effet, selon le dommage qui est causé, la preuve du préjudice n'est pas identique. Lorsque la faute entraîne une décision d'investissement non éclairée, il faut établir deux liens de causalité. D'abord, il faut prouver le lien causal entre la faute et la décision d'investissement et après le lien causal entre ce dommage et la perte subie. Cependant, lorsque la faute intervient après la prise de la décision d'investissement, il faut juste prouver que l'augmentation du risque de perte ou la diminution de la chance de gain ont effectivement entraîné la perte subie ou le manque à gagner. Dans cette hypothèse, l'investisseur n'a pas à prouver le lien entre sa décision d'investissement et le préjudice, car la faute est commise après la prise de la décision et donc elle ne la provoque pas.

1153. En suivant la proposition de l'établissement du lien de causalité par étapes, on peut surmonter le principal obstacle qui empêche une indemnisation intégrale à l'heure actuelle. Cependant, afin de lever complètement cet obstacle, il faut aménager les règles de preuve lorsque le dommage est constitué par une décision non éclairée. Dans ce cas de figure, il faut établir un double lien de causalité : le lien causal entre la faute et le dommage et le lien causal entre le dommage et le préjudice. Le premier lien causal permet de voir si la faute entraîne la prise de la décision d'investissement. Or, en pratique il est assez difficile de démontrer que c'est la commission de la faute qui a provoqué une décision concrète. Par exemple, un investisseur qui achète des titres suite à la diffusion d'une fausse information, doit prouver qu'il connaissait l'information diffusée et que celle-ci a déterminé sa décision d'achat ou de vente. Toutefois, le contexte financier permet de faciliter l'établissement du lien causal. En effet, au lieu de rechercher un lien de causalité entre la commission de la faute et la décision, il est possible de constater tout simplement l'impact de la faute sur le cours d'un titre. En d'autres termes, il est inutile d'établir une relation entre la faute et la décision d'investissement, il faut juste constater que la décision a été prise sur une fausse base. En effet, de point de vue financier, ce qui est important c'est de savoir si l'investisseur a vendu à un prix sous-évalué ou acheté à un prix surévalué. Ce modèle de raisonnement que l'on appelle *market model* [modèle de marché] permet de prendre en compte le comportement d'un

investisseur normalement raisonnable pour lequel le cours d'un titre est un critère fondamental de prise de décision. Il permet de justifier une présomption du lien causal entre la faute et la prise de la décision non éclairée (le dommage). Dès lors, lorsque la faute a un impact sur le cours, on peut présumer la relation causale entre la faute et la décision d'investissement.

1154. En ce qui concerne en revanche le lien causal entre le dommage et le préjudice, il doit être toujours prouvé par l'investisseur afin d'éviter une présomption de préjudice. L'investisseur doit justifier sa perte. Par exemple, il doit établir que l'achat à un cours surévalué a été suivi d'une vente à perte. La preuve de ce lien causal n'exige pas un aménagement des règles de preuve et on peut appliquer les règles de droit commun.

1155. De même, il est inutile d'aménager les règles de preuve lorsque la faute intervient après la décision d'investissement. Dans cette hypothèse, le dommage est constitué par l'augmentation du risque de perte ou la diminution de la chance de gain. L'investisseur doit juste prouver le lien causal entre le dommage et le préjudice : il doit prouver que son préjudice a pour origine l'augmentation du risque de perte ou la diminution de la chance de gain. Par exemple, en cas d'absence de diversification par un gestionnaire, l'investisseur doit prouver sa perte financière. La preuve peut être aussi établie en application des règles de droit commun. En cas de difficultés particulières on peut recourir à une expertise.

1156. S'agissant de l'évaluation du préjudice financier, le principe fondamental d'indemnisation intégrale peut s'adapter parfaitement à son calcul. D'après la célèbre formule de la Cour de cassation, « le propre de la responsabilité civile est de rétablir aussi exactement que possible l'équilibre détruit par le dommage et de replacer la victime dans la situation où elle se serait trouvée si l'acte dommageable ne s'était pas produit ». Or, pour rétablir la victime dans sa situation avant l'acte dommageable, il faut rétablir l'environnement existant avant le dommage. Il faut donc distinguer deux situations suivant le type de dommage causé. En effet, il a été constaté que l'origine du préjudice a une incidence sur son calcul.

1157. Ainsi, si la faute entraîne une décision d'investissement, il faut rétablir la victime dans son environnement avant la prise de sa décision d'investissement. Le calcul du préjudice financier nécessite de prendre en compte deux valeurs de référence : par exemple la valeur d'achat d'un titre et sa vraie valeur en l'absence de la faute. S'agissant du manque à gagner, il serait assez difficile de le justifier car avant la décision d'investissement aucun processus de réalisation d'un gain n'a pas été déclenché. Il serait quand même possible de justifier un

manque d'opportunité et d'indemniser une perte de chance. Tel sera le cas par exemple lorsque l'investisseur est amené à vendre ses titres à un cours sous-évalué.

1158. Si en revanche le préjudice trouve son origine dans l'augmentation du risque de perte ou la diminution de la chance de gain et donc à un moment postérieur à la décision d'investissement, il faut indemniser non seulement la perte subie, mais aussi le manque à gagner. En effet, au moment de l'acte dommageable, l'investisseur avait déjà toutes ses chances de réaliser un gain. En d'autres termes, après la décision d'investissement le processus de réalisation d'un gain était déjà déclenché. Pour le calcul du préjudice, il faut comparer la situation actuelle de l'investisseur et sa situation telle qu'elle aurait été en l'absence de la faute. Par exemple, dans l'hypothèse d'une mauvaise gestion on peut comparer la situation de l'investisseur à la suite de la faute et la situation telle qu'elle aurait été si le portefeuille était géré par un gestionnaire normalement diligent et compétent. Cependant, la présence de l'aléa financier peut justifier une limitation de l'indemnisation à la seule perte de chance de réaliser un gain.

1159. En définitive, l'application du principe de l'indemnisation intégrale conduit à un calcul beaucoup plus juste et adapté à la situation des investisseurs que la perte de chance. Le calcul des probabilités de chance est toujours très approximatif. Or, l'application du principe général qui gouverne déjà l'indemnisation des victimes, améliore sensiblement la situation des investisseurs.

1160. Certes, le principe de l'indemnisation intégrale permet un meilleur calcul du préjudice financier, mais le souci d'apporter un certain équilibre dans les relations entre l'auteur de la faute et la victime justifierait l'aménagement de ce principe de manière exceptionnelle. En effet, le principe de l'indemnisation intégrale empêche d'une part, l'enrichissement de la victime, et d'autre part, interdit de diminuer le montant des dommages et intérêts si son inertie contribue à l'aggravation du préjudice. Le droit français ne prévoit pas de dommages et intérêts punitifs ou restitutoires, sauf en matière de contrefaçon, et n'impose pas une obligation de minimiser son propre préjudice. À titre exceptionnel et surtout afin de responsabiliser les investisseurs et sanctionner les comportements les plus lourds, il serait possible de prévoir quelques aménagements du principe de la réparation intégrale. Il faudra alors introduire dans le domaine financier l'obligation de minimiser son préjudice et la possibilité pour les juges d'allouer des dommages et intérêts punitifs ou restitutoires.

1161. Enfin, dans le dernier titre, nous avons constaté que l'absence de règles spéciales en matière d'indemnisation et l'efficacité réduite des règles existantes nécessitent l'introduction des règles spécifiques adaptées au contexte financier. En outre, le droit français ne prévoit de règles spéciales ni en matière d'abus de marché, ni en matière de prospectus. Or, le droit américain dispose d'un dispositif spécifique en cas de manipulation et de délit d'initié. Les droits anglais et allemand prévoient aussi des règles spéciales en cas d'informations erronées diffusées dans un prospectus. Dès lors, deux séries de mesures ont été proposées afin d'améliorer le système existant. En premier lieu, on peut accroître l'efficacité du système par l'introduction de règles de procédure adaptées au contexte financier. En deuxième lieu, on peut prévoir un régime spécifique applicable au fond. S'agissant des règles de procédure, la présente étude a examiné plusieurs solutions possibles : la création d'un tribunal des marchés financiers, l'extension de l'action de groupe aux abus de marché, amélioration des modes alternatifs de règlement des conflits et la création de fonds d'indemnisation. S'agissant des règles de fond, le droit financier peut se doter d'un régime spécial de responsabilité afin d'assurer une meilleure lisibilité du droit français.

INDEX

A

Acte d'investissement n°21, 22, 24, 1

Actif financier n°67, 1

Action de groupe n° 964 et s.

Agence de notation n°426, n°427, n°493 et s.

Appel en couverture n°580 et s.

Arbitrage :

- Domaine n°1058
- *Financial Industry Regulation Authority* n°1062

Association de défense des investisseurs n°948 et s.

Assurance financière n°1088

Assurance-vie en unités de compte n°42, 90

Avis d'opérés n°557 et s., n°925

B

Bespeak caution doctrine n°528

Best execution n°569 et s.

Biens divers n°92 et s.

C

Class action n°817, n°991, n°997

Concours d'infractions n° 725 et s., n°1117

Conseil en investissement :

- Définition n°399 et s.

Consommateur (distinction avec investisseur) n°978 et s.

D

Délit d'initié (voir opération d'initié)

Dépositaire n°1129 et s.

Dépôt structuré n°88, 89

Diffusion d'informations fausses ou trompeuses n°252, n°349 et s., n° 368, n°416 et s., 433 et s.

Document d'information clé pour l'investisseur (DICI) n°508

Dommage :

- Distinction dommage/préjudice n°314 et s.
- Siège n° 314, 316 et s.
- Décision non éclairée n°317, n°326
- Augmentation du risque n°317, n°328, n°337
- Diminution de la chance de gain n°317, n°329, n°337

Dommages-intérêts :

- Conservation de titres n°801, 802
- Acquisition à prix surévalué n°871
- Cession à prix sous-évalué n°866
- Investissement inadapté n°884
- Contrefaçon n°1011 et s.
- Droit de la concurrence n°1023

E

Efficiencia des marchés n°815, n°816, n°821

Eurodirect Marketing n°208

Evaluation du préjudice :

- En cas de vente n°866 et s.
- En cas d'achat n°871 et s.
- Conseil inadapté n°884
- Conservation (des titres) n°213, n°800 et s.
- Dommages et intérêts punitifs : n°896, n°997 et s.
- Dommages et intérêts restitutoires n°896, n°897 et s.
- Faute lucrative n°892, n°894

Exposition (à un risque) n°257 et s.

F

Fair Funds n°1084

FIA n°510 et s.

Fonds d'indemnisation n°1081

Fraud on the market theory n°811 et s.

G

Gaudriot n°213

I

Indemnisation intégrale n°843

Information trompeuse n°333 et s.

Investisseur :

- Notion n°17 et s.
- Investisseur raisonnable n°829 et s.

L

Lien de causalité n°352, n°365, n°806 et s.

Liquidation d'office (des positions) n°596

M

Mandat :

- Dépassement des limites 557 et s., n°561 et s.
- de gestion n°556, n°566

Manipulation n°367, n°463 et s., n°476, n°487 et s.

Manque de précaution n°291 et s.

Marché n°46, 47

Marionnaud n°214

Market Model n°832

Médiation n°1070 et s.

Mitigation n°929 et s.

N

Non bis in idem n°909, n°1038 et s., 4

O

Obligation de :

- mise en garde n°202, n°548 et s.
- de conseil n°203, 204, 205,
- appel en couverture n°215, n°927 et s.
- d'information n°239, n° 538

Opération d'initié : n°623 et s.

- égalité devant l'information n°642, n°645, n°683, n°688 et s.
- droit fiduciaire n°677
- obligation de loyauté n°692 et s.
- *Misappropriation theory* n°652
- Information permanente n°691 et s.
- Ordre préempté n°698 et s.
- *Rule 20A* n°609 et s.
- Offre publique n°696

Opération spéculative n° 73

Ordre de bourse :

- Notion n°559
- Inexécution n°560

Out-of-pocket n°846, n°847

P

Peine privée n° 119 et s.

Perte de chance n°187 et s., n° 234 et s.

- Définition n°188
- Perte certaine n° 191 et s.
- Chance incertaine n° 194 et s.
- Caractères n°196 et s.
- Domaine n° 202 et s.

Placement privé n°506 et s.

Préjudice :

- Financier n°81
- Existence du préjudice n° 115 et s.
- Certain n° 146, n° 164
- Direct n° 153 et s.
- Licite n° 159
- Personnel n°162, n°177 et s., n°185, n°230
- Economique n°181
- Financier final n° 341
- d'impréparation n°244, n° 343, n°407

Présomption :

- Notion n°741
- Lien causal n°782 et s.

Prévision sur les bénéfices n° 523 et s.

Produit financier n° 63

Produits d'investissement n° 65, 66

Prospectus n°501

- Résumé n°503

Publicité (message publicitaire) n°542 et s.

R

Regina Rubens n°209, n°465

Règle d'organisation n° 132

Risque financier n°28

- Acceptation du risque n°83, n°221

Risque de préjudice n° 149, n°151, n°167, n°170 et s., n°416 et s.

S

Sidel n°212

Société générale de Fonderie n°207

Société mère n°1122

Spéculation n° 71, 72

T

Test du caractère adapté n°382 et s.

Test du caractère approprié n°382 et s.

Tribunal des marchés financiers n°1034 et s.

V

Vote (droit de vote) n°604 et s. :

- agences de conseil en vote (*proxy advisors*) 617 et s.

Bibliographie

1. Thèses

- Bars, B. L. , *Les associations de defense d'actionnaires et d'investisseurs*. thèse, sous la dir. Y. Guyon, Paris I, 1998.
- Bascoulergue, A., *Les caractères du préjudice réparable. Réflexion sur la place du préjudice dans le droit de la responsabilité civile*. Presses Universitaires d'Aix-Marseille, P.U.A.M., Laboratoire de droit privé & de sciences criminelles, 2014.
- Bénabent, A., *La chance et le droit*. LGDJ, 1973.
- Berg, O., *De l'atteinte aux intérêts incorporels en droit de la réparation des dommages : essai d'une théorie en droit français et allemand*. thèse, sous la dir. R. Frank et de G. Viney, Strasbourg, 2003.
- Bonfils, S., *Le droit des obligations dans l'intermédiation financière*. thèse Paris II, sous la dir. M.-A. Frison-Roche, 2004, LGDJ 2005.
- Brun, P., *Les présomptions dans le droit de la responsabilité civile*. thèse sous la dir. N. Dejean de La Bâtie, Grenoble, 1993.
- Cadiet, L., *Le préjudice d'agrément*, . Thèse Poitiers 1983.
- Calfayan, C., *Essai sur la notion de préjudice : Étude comparative en tort law et en droit français de la responsabilité civile délictuelle*. thèse, sous la dir. H. Muir Watt, Paris I, 2007.
- Carval, S., *La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée*. préf. G. Viney, LGDJ 2005.
- Chacornac, J., *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*. thèse 2012 Paris II, sous la dir. de F. Drummond.
- Champaud, C., *Le pouvoir de concentration de la société par actions*. thèse, Sirey, Paris, 1962.

- Cormier, C., *Le préjudice en droit administratif français*. thèse sous la dir. D. Truchet, , LGDJ, 2002 ;.
- Cotret, L., *La négociabilité des instruments financiers*. Thèse Université de Reims-Champagne-Ardenne, sous la dir. De H. Causse, 2004.
- Coutant-Lapalus, C., *Le principe de la réparation intégrale en droit privé*. Préf. de F. Pollaud-Dulian, PUAM, 2002.
- Decottignies, R., *Les présomptions en droit privé*. thèse 1949, Université de Lille.
- Drain, A., *Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières. Réflexion sur les relations entre le droit commun et le droit financier*. dir. Le Cannu, Thèse I, 2006.
- Fabre-Magnan, M., *De l'obligation d'information dans les contrats*. préf. J. Ghestin, LGDJ, 1992.
- Finet, C. Q., *Les présomptions en droit privé*. thèse Paris I, sous la dir. E. Jeuland, IRJS 2013 .
- Gaudemet, A., *Contribution à l'étude juridique des dérivés*. thèse sous la dir. H. Synvet, Paris II, 2008.
- GRACIA, J., *L'atteinte à la propriété : Contribution à la distinction du dommage et du préjudice*. thèse sous la dir. V. LARRIBAU-TERNEYRE, Pau, 2007.
- Guégan-Lécuyer, A., *Dommages de masse et responsabilité civile*. Thèse sous la dir. P. Jourdain, Paris I, 2004.
- Hannoun, C., *Le droit et les groupes de sociétés*. thèse sous la dir. de A. Lyon-Caen, 1988.
- Laithier, Y.-M., *Etude comparative des sanctions de l'inexécution du contrat*. préf. H. Muir Watt, thèse LGDJ, 2004.
- Ledan, J., *L'investisseur en droit privé et en droit fiscal français*. avant-propos D. Tricot, préf. H.Causse, PUAM, coll. du Centre d'études fiscales 2009.
- Llorens-Fraysse, F., *La présomption de faute dans les contentieux administratif de la responsabilité*. thèse 1985, LGDJ.
- Manin, F., *Les investisseurs institutionnels*. sous la dir. Y. Guyon, Thèse Paris I, 1996.

- Medjaoui, K., *Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers*, . Thèse, Paris I, sous la dir. C. Gavalda, L.G.D.J., 1996.
- MERLAND, G., *L'intérêt général dans la jurisprudence du Conseil constitutionnel*. thèse sous la dir. D. Rousseau.LGDJ, coll. « Bibliothèque constitutionnelle et de science politique – Tome 121 », 2004.
- Merville, A., *La spéculation en droit privé*. Thèse Paris I, 2001, sous la dir. Y. Guyon.
- Muller, A.-C., *Droit des marchés financiers et droit des contrats*. Thèse, sous la dir. H. Synvet, Paris II, 2001.
- Nicolas, E., *Le principe d'assimilation des investisseurs au consommateur sur les marchés financiers*. thèse, sous la dir.P. Hoang, Université d'Orléans, 2010.
- Perruchot-Triboulet, V., *Regards croisés sur les principes du Droit européen du contrat et sur le Droit français*. thèse, sous la dir. C. PRIETO, Presse Universitaire d'Aix-Marseille, 2002.
- Pradel, X., *Le préjudice dans le droit civil de la responsabilité*. thèse sous la dir. P. Jourdain, Paris I, 2001.
- Roussel, S., *Recherches sur la distinction du dommage et du préjudice en droit civil français*. Thèse, sous la dir. N. Dejean de La Bâtie, Grenoble, 1994.
- Spitz, N. *La réparation des préjudices boursiers*., thèse Paris I, sous la dir. de A. Pietrancosta, 2010
- Starck, B., *Essai d'une théorie générale de la responsabilité civile considérée en sa double fonction de garantie et de peine privée*. 1947, Rodstein.
- Tehrani, A., *Les investisseurs protégés en droit financier*. thèse, Paris II, sous la dir. de T. Bonneau, 2013.

2. Ouvrages généraux

Bénabent, A. *Les obligations*. Montchrestien, 11ème éd.

- Bouloc, B. *Droit pénal général, Précis Dalloz*, 19ème éd.
- Brun, P., *Responsabilité civile extracontractuelle*. 3ème éd. LexisNexis, 2014.
- Brun, P., Pierre, P., sous la dir. de Mestre, J., *Lamy Droit de la Responsabilité*.
- Carbonnier, J. *Droit civil, Les obligations*. PUF, Thémis t. 4, 22ème éd.
- Fabre-Magnan, M. *Les obligations, Tome 1. Contrat et engagement unilatéral*. 3ème éd., PUF.
- Flour, J., Aubert J.-L., et Savaux, E., *Les obligations : Tome 2, Le fait juridique*. Dalloz Sirey, 12ème éd. , n°136.
- Flour,J., Aubert, J.-L., Savaux, E., *Droit civil : les obligations, Le rapport d'obligation*. Tome 3, Sirey.
- Guinchard, S. *Droit et pratique de la procédure civile*. Dalloz Action 2014/2015.
- Le Cannu, P., Dondéro, B., *Droit des sociétés*. LGDJ, 6e éd.
- Le Tourneau, P. et Cadiet, L., *Droit de la responsabilité*. Dalloz, 1996.
- Malaurie, P., Aynès, L., Stoffel-Munck, P., *Les obligations*. LGDJ, 6ème éd.
- Mazeaud, H. et L., *Traité théorique et pratique de la responsabilité civile délictuelle et contractuelle*. tome 1, 3ème éd. Sirey 1938, n°23.
- Mazeaud, H. et L., et Tunc, A., *Traité théorique et pratique de la responsabilité civile délictuelle et contractuelle*. t. I, 6ème éd. Montchrestien, 1965 .
- Ripert, G., et Roblot, R., *Traité de droit commercial par P. Delebecque et M. Germain T. 2* . LGDJ, 17e éd. 2004.
- Savatier, R., *Traité de la responsabilité civile en droit français civil*. Tome II, LGDJ, 1951.
- Starck, B., Roland, H., et Boyer, L., *Obligation, Responsabilité délictuelle*. 6ème éd., Litec.
- Starck, B., Roland, H., Boyer, L., *Droit civil: Les obligations. Contrat*. Litec, 5ème éd.
- Terré, F. *Introduction générale au droit*. Précis Dalloz, 9ème éd.
- Terré, F., Simpler, P., Lequette, Y., *Droit civil. Les obligations*. Précis Dalloz, 11e éd.

Viney, G., Jourdain, P., *Traité de droit civil, sous la direction de Jacques Ghestin, Les conditions de la responsabilité*. 4ème éd, LGDJ, 2013.

3. *Ouvrages spéciaux*

Auckenthaler, F. *Instruments financiers à terme de gré à gré*. Jcl. Banque et crédit, fasc. 2050.

Avgouleas, E. *The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A Legal and Economic Analysis*. 2005, Oxford.

Bergoignan-Esper, C., Sargos, P., *Les grands arrêts du droit de la santé*. Dalloz 2010.

Bonneau, T., et Drummond, F., *Droit des marchés financiers*. Ed. Economica, Coll. Corpus droit privé, 2010.

Calais-Auloy, J., Temple, H., *Droit de la consommation*. Précis Dalloz, 8ème éd.

Chartier, Y. *La réparation du préjudice dans la responsabilité civile*. Dalloz, 1983.

Clermontel, P. *Le droit de la communication financière, Préf. de N. Molfessis*. Joly Editions, collection Pratique des affaires 2009.

Conte, P. *Encyclopédie Dalloz, Rep. Civil, Responsabilité du fait personnel*.

Conte, P. *J.-Cl. Pénal des affaires, fasc. 20, Bourses. Activités des marchés et d'instruments financiers*, 2004.

Couret, A., Le Nabasque, H., Coquelet, M.-J., Granier, T., Poracchia, P., Raynouard, A., Reygrobelle, A., et Robine, D., *Droit financier*. Dalloz, coll. Précis, 2e éd., 2012.

Crozet, Y., Belletante, B., Gomez, P., Laurent, B., *Dictionnaire de banque et bourse*. Armand Collin, 1993.

Dalloz, *Le Traitement juridique et judiciaire de l'incertitude. Cour de Cassation, Ordre des avocats au Conseil d'État et à la Cour de cassation, (IHEJ) Institut des hautes études*

pour la justice, (EN3S) École nationale supérieure de sécurité sociale, (CHEA) Centre des hautes études de l'assurance, Coll. THÈMES ET COMMENTAIRES

Decoopman, N. *Infractions boursières, J-Cl. Banque et crédit, fasc. n°1600.*

De Juglart, M., Ippolito, B. ., *Banques et bourses, Traité de droit commercial.* par Martin, L.-M., Monchrestien, 1991, 3e éd., t. 7.

De Vauplane, H., et Bornet, J.-P., *Traité de droit des marchés financiers.* Ed. Litec, 3ème éd, 2001.

Gaudemet, A. *Les dérivés.* Economica 2010, coll.« Recherches Juridiques », préf. H. Synvet .

Gautier, P.-Y. *Propriété littéraire et artistique.* PUF, 7ème éd.

Giffard., A.E., et Villers, R., *Droit romain et ancien droit français.* 4ème éd., 1976.

Granier, T., *JurisClasseur Banque - Crédit – Bourse, Fasc. 1610 : OFFRE DE TITRES AU PUBLIC ET ADMISSION DE TITRES AUX NÉGOCIATIONS SUR UN MARCHÉ RÉGLEMENTÉ.*

Laprade, F.-M., *Introduction en bourse, Juri-dictionnaire Droit de la Bourse, Editions Joly, Etude Bourse, n° EI090, vol. 4 .*

Lucas de Leyssac, M.-P. et Mihman, A., *Droit pénal des affaires.* Economica, 2009.

Manne, H. G. *Insider Trading and the Stock Market.* New York, Free Press, 1966.

Ourliac, P. et de Malafosse, J. *Droit romain et ancien droit. Les obligations.* Paris, Presses universitaires de France, collection Thémis.

Pétel, P. *Les obligations du mandataire, préf. de M. CABRILLAC.* Litec, coll. Bibliothèque du droit de l'entreprise, t. 20, 1988.

Pradel, X. *Le préjudice dans le droit civil de la responsabilité.* LGDJ 2004.

Ralph C. Ferrara, Herbert Thomas, Donna M. Nagy. (2014). *Ferrara on Insider Trading and the Wall.* Law Journal Press.

Raymond, G. *Droit de la consommation.* Litec, 2ème éd.

Ruet, L. *Ordre de bourse*. Dictionnaire Joly Bourse et produits financiers.

Salvage, P. *JurisClasseur Pénal Code, Art. 132-1 a 132-7, Fasc. 20 : CONCOURS D'INFRACTIONS*. - *Concours idéal de qualifications*.

Schmidt, D. *Les Droits de la minorité dans la société anonyme*. Sirey 1970.

Steinberg, M. I. *Securities Regulation: Liabilities and Remedies*. Law Journal Press, 1984.

Storck, M. *Les sociétés de gestion de portefeuille., Banque Crédit Bourse.2006.*, fasc. 2210.

Thierry Béchu, E. Bertrand, J. Nebenzahl. *L'analyse technique, théories et méthodes*. Economica, 6ème éd.

Wachtell, Lipton, Rosen & Katz . *Liabilities Under the Federal Securities Laws*. Récupéré sur <http://www.wlrk.com/docs/OutlineofSecuritiesLawLiabilities2014.pdf>

William Wang, Marc Steinberg. *Insider Traiding*. Oxford University Press, 2010.

Y.Chartier. *La réparation du préjudice*. Dalloz connaissance du droit, 1997.

4. Articles, Chroniques et Notes

Acoba, M. A., Insider Trading Jurisprudence After United States v. O'Hagan: A Restatement (Second) of Torts 551(2) Perspective . *84 Cornell L. Rev.* 1356 .

Agbayissah, S, Le transfert de propriété à fin de garantie sur les marchés règlementés, Une sûreté fiduciaire. *JCP 1996, E, I, 606, n°17*.

Alexander, J. C., Do the Merits Matter? A Study of Settlements in Securities Class Actions. *43 Stan. L. Rev.* 497 (1991).

Ali, S. F. (2013, December). Lessons for the US System of Financial Arbitration: A Responsive Empirical Exploration of Arbitration and Ombudsman Services (December 1, 2013). *Frontiers of Law in China. Vol. 8, No.4; University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2014/017*.

A.Perino, M., Did the Private Securities Litigation Reform Act Work? (October 2002). *Columbia Law and Economics Working Paper No. 211, St. John's Legal Studies Research*.

Arsouze, C., et Ledoux, P., L'indemnisation des victimes d'infractions boursières. Bull. Joly Bourse 2006, n°4, 399.

Asuncion-Planes, K. D., La personne morale peut-elle être protégée par le droit de la consommation. *LPA*, 3 mars 2010, n°44, p. 3.

Aubry, H. et Sauphanor-Brouillaud, N., "La protection de l'investisseur par les législations spéciales : quels critères ?", *Revue de Droit ban. et fin.*, n° 6, Novembre 2010, étude 33.

Aynès, L. L'appréhension du risque financier par le Droit : propos conclusifs. *Revue de Droit bancaire et financier*, 2010, novembre, n° 6, p. étude 37.

Azzi, T., Les relations entre la responsabilité civile délictuelle et les droits subjectifs . *RTD civ.*2007, 227.

Bacache, M., Le défaut d'information sur les risques de l'intervention : quelles sanctions ? Pour une indemnisation au-delà de la perte de chance. *D.*2008, p. 1908.

Bacache, M., Action de groupe et responsabilité civile. *RTD Civ.* 2014, p. 450.

Bainbridge, S. M. (January 2005), An Overview of US Insider Trading Law: Lessons for the EU? . *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 05-5*.

Bainbridge, S. M. (May 8, 2012). Regulating Insider Trading in the Post-Fiduciary Duty Era: Equal Access or Property Rights? *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 12-08*.

Bainbridge, S. M. Incorporating State Law Fiduciary Duties into the Federal Insider Trading Prohibition. *52 Wash. & Lee L. Rev.* 1189 (1995).

Bainbridge, S. M. The InsiderTrading Prohibition: A Legal and Economic Enigma. *University of Florida Law Review*, Vol. 38, 55.

Bakanas, S., Causalité juridique et imputation: Réflexions sur quelques développements récents en Droit anglais. *Revue Lamy Droit Civil* 2007, n°40, 93.

Barbier, H., L'accès des victimes d'une entente au dossier d'une autorité de la concurrence. *RTD Civ.* 2013 p. 843.

- Barbiéri, J.-F, Associés et obligataires d'une société faillie. *Rev. Proc. Coll.*, 1991, p. 153.
- Bars, B. L., note sous Cass. Civ. 1ère, 22 oct. 2014, n° 13-11568. *JCP 2014*, n°1138.
- Béhar-Touchais, M., *Comment indemniser la victime de la contrefaçon de façon satisfaisante ? in La contrefaçon, colloque IRPI*, p. 105. Litec.
- Bélot, F., Le préjudice économique de l'associé victime de la dépréciation de ses titres. *PA* (2006, 26 avril, n°83, p. 6.
- Blum, J. (1985-1986). The Regulation of Insider Trading in Germany: Who's Afraid of Self-Restraint. *7 Nw. J. Int'l L. & Bus.* 507 , 515.
- Boillot, C., Les obligations de ne pas faire. *RTD 2010.com.*, 243.
- Bonneau, T., note sous Cass. Com. 26 juin 2012, n° 11-11450. *JCP E 2012*, n° 1486.
- Bonneau, T., Les investisseurs sont protégés malgré les fautes qu'ils commettent. *JCP 2012*, éd. E, n° 31, somm. 1486.
- Bonneau, T., Obligation de couverture et information, note sous Cass. com., 14 janv. 2003, n° 99-20872. *Droit des sociétés n° 1*, Janvier 2004.
- Boré, J., L'indemnisation des chances perdues : une forme d'appréciation quantitative de la causalité d'un fait dommageable. *JCP 1974*, I, 2620.
- Boré, L., Le projet d'action de groupe : action mort-née ou premier pas ? *Gaz. Pal.* 16 mai 2013, p. 29.
- Boré, L., L'action en représentation conjointe : class action française ou action mort-née ? *D.* 1995. *Chron.* 267.
- Borghetti, J., Les intérêts protégés et l'étendue des préjudices réparables en droit de la responsabilité civile extracontractuelle. *Mélanges G. Viney*, LGDJ 2008, 145.
- Borghetti, J.-S., *De la causalité in Pour une réforme du droit de la responsabilité civile, sous la dir. de F. Terré* . Dalloz.
- Borghetti, J.-S. , note sous Cass. Civ. 1ère, 6 déc. 2007, n° 06-19301. *RDC 2008*, p. 769.

- Borgne, H. L., Action de groupe « à la française », nouvelle gamme et fausses notes, Dossier Action de groupe : premiers pas. *Droit et Patrimoine*, 2015, n° 243.
- Boucard, F., La violation d'une norme professionnelle constitue-t-elle une faute civile ? . *Rev. dr. bancaire et financier*, 2004, juillet-août, p. p. 273.
- Bouloc, B., note sous Cass. crim. 30 janv. 2002, n° 01-84256, *Rev. sociétés* 2002, p. 350 .
- Boulrier, J.-F. et Pardo, C., Mini guide de la gestion pour compte de tiers ou ce que vous avez toujours voulu savoir sur la gestion d'actifs. *Revue d'économie financière*, 2005, n°79, 41.
- Bradford Cornell and R. Gregory Morgan, “Using Finance Theory to Measure Damages in Fraud on the Market Cases” . *UCLA Law R.*, 1990.
- Brömmelmeyer, C., Jeuland, E., et Serafimova, M., Directive Private enforcement : l'Union européenne dépasse-t-elle les bornes ? . *JCP G*, mars 2015, n° 12, doct. 343.
- Brunelle, R., Securities Law -- Rule 10b-5 -- Civil Liability of Tippers and Tippees -- Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. *16 B.C.L. Rev.* 503 (1975).
- Bussière, F. et Merville, A.-D., note sous Cass. Com. 16 février 2008, n° 07-10761. *LPA* 2008, n° 142, p. 16.
- Cadier, L., Les métamorphoses du préjudice. in *Les métamorphoses de la responsabilité*, 6e journée R. Savatier, PUF 2007.
- Calais-Auloy, J., Pour mieux réparer les préjudices collectifs, une Class Action à la française? *Gaz.Pal*, 28-29 septembre 2001, p. 13.
- Cannu, P. L., Attributions et responsabilités des associations de défense des actionnaires et investisseurs . *Rev. sociétés* 1995, p. 239.
- Causse, H., *Réguler les excès de la finance : Art du droit et théorie politique de la régulation*. Récupéré sur www.hervecausse.info/Reguler-les-exces-de-la-finance-Art-du-droit-et-theorie-politique-de-la-regulation-et-call-for-papers-sur-le-theme-de
- Causse, H., Principe, nature et logique de la dématérialisation, *JCP E*, 1992, I, 194)
- Causse, H., L'investisseur. in *Mélanges offerts au Professeur Calais-Auloy*, Dalloz, 2003.

- Causse, H., La notion d'investissement : en filigrane du droit financier. in *Le concept d'investissement, Regards croisés des droit interne, international et communautaire*, 2011.31.
- Causse, H., Note sous Cass. Com., 24 juin 2008, n° 06-21.798. *RD bancaire et fin.* 2008, étude 17.
- Chabas, F., La perte d'une chance en droit français. in *Développements récents du droit de la responsabilité civile, Zurich 1991*, 131.
- Chagny, M., Vues plurielles sur le contentieux des dommages concurrentiels. *Revue Lamy de la Concurrence* 2005, n°5.
- Chagny, M., La place des dommages et intérêts dans le contentieux des pratiques anticoncurrentielles. *Rév. Lamy de la concurrence* 2005, août-octobre, n°340, p. p. 186.
- 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.
- Champarnaud, F. et Perier, F., Entretiens de la COB, Identification d'un marché, jeudi 17 novembre 1994. *Marchés*.
- Chartier, Y., La date d'évaluation du préjudice. *RCA, n° spéc. mai 1998*, p. 25.
- Chazal, J.-P., note sous Cass. Civ. 2ème, 19 juin 2003, n° 00-22.302 et 01-13.289 . *D.2003*, p. 2326.
- Claudel, E., L'essor des sanctions en droit de la concurrence. - Quelle efficacité ? Quelles garanties ? *Contrats Concurrence Consommation* n° 6, Juin 2014, dossier 13.
- Clay, T., Arbitrage et modes alternatifs de règlement des litiges, Chronique novembre 2013 - décembre 2014. *D. 2014*, p. 2541.
- Clay, T. et Mainguy, D., Arbitrage et action de groupe, En questions. *La Semaine Juridique Edition Générale* n° 19-20, 11 Mai 2015, 573.
- Clerc, C., La réparation du préjudice subi par un actionnaire du fait de la diffusion de fausses informations. *RTDF* 2007, n°1, 36.

- Cohen-Branche, M., Existe-t-il une ou des justices ? La preuve par la médiation financière ? *Mélanges AEDBF-France VI, sous la dir. de A. Gourio et J-J. Daigre*, p. 179.
- Constantin, A., Les outils contractuels de gestion des risques financiers. *Rev. De droit banc. et fin.*, 2010, nov.-déc., n° 6, p. 32.
- Cox, J. D., Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the “Chicago School”. 35 *Duke Law Journal* 628-659 (1986), 657.
- Cox, J. D., Making Securities Fraud Class Actions Virtuous. 39 *Arizona Law Review* 497-524 (1997).
- Crédot, F.-J. et Samin, T., "Exécution d'un ordre après sa durée de validité", note sous Cass. com., 26 mars 2008, n° 07-11554. *Revue de Droit bancaire et financier* n° 4, Juillet 2008, comm. 95.
- D. Larcker, A. McCall, G. Ormazabal. (October 30, 2014). *The Economic Consequences of Proxy Advisor Say-on-Pay Voting Policies*. Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 119.
- Daigre, J., Evolution de la notion de marché financier. *Liber Amicorum Jacques Maherben, Bruylant, Bruxelles, 2006*, 233.
- Daigre, J.-J., En matière d'information financière, il ne faut en faire ni trop, ni trop peu....note sous CA Paris du 26 sept. 2003, affaire Flammarion. *Bull. Joly Sociétés*, 01 janvier 2004 n° 1, p. 84.
- Daigre, J.-J., La perte d'une chance d'arbitrer à bon escient l'investissement dans une société cotée, note sous TGI de Paris (11e ch. 1) 12 septembre 2006, affaire SIDEL. *Revue des sociétés* 2007, p. 102.
- Daigre, J.-J., Quelques observations sur l'action de groupe dans le secteur bancaire et financier. *Banque et Droit*, n° Hors-Série Action de groupe, novembre 2014, p. 46, spéc. n°13.
- Daniel R. Fischel & Dennis W. Carlton., The Regulation of Insider Trading. 35 *Stanford Law Review* 857 (1982), 873.

Daniel R. Fischel et David J. Ross. (1991). Should the Law Prohibit 'Manipulation' in Financial Markets? *105 Harvard Law Review* 503, 506.

Danos, F., La réparation du préjudice individuel de l'actionnaire. *RJDA* 5/08, 471.

Das, A. (2011). "A License to Lie: The Private Securities Litigation Reform Act's Safe Harbor for Forward-Looking Statements Does Not Protect False or Misleading Statements When Made with Meaningful Cautionary Language". *60 Cath. U. L. Rev.* 1083 .

Dechenaud, D., Les concours de responsabilité civile et de responsabilité pénale. *RCA* n° 2, Février 2012, dossier 5.

Deckert, K. L'action en responsabilité en droit allemand, Dossier Abus de marché : quelles réparations ? Quelles stratégies face aux abus de marché ? Réparer, transiger, sanctionner, table ronde. *Droit et Patrimoine*, Nov., 2014, n°241, p. 55.

Delmas-Marsalet, J., Protection de l'investisseur : vers une meilleure réparation du préjudice financier. *Bull. Joly Bourse*, 1er mars 2013, n° 3, p. 155.

Dennis, R. J., Materiality and the Efficient Capital Market Model: A Recipe from the Total Mix . *25 Wm. & Mary L. Rev.* 373 (1983).

Deshayes, O. L'introduction de l'obligation de modérer son dommage en matière contractuelle – Rapport français. *RDC*, 1^{er} Juillet 2010, n°3, p. 1139.

Deshayes, O., Quel est le préjudice réparable en cas de manquement à une obligation d'information, de mise en garde ou de conseil. *RDC*, 2011, n°2, 446.

De Vauplane, H., Najjar, I., La "couverture" du marché à terme, note sous Com. 10 déc. 1996. *Bull. Joly Bourse*, mars-avril 1997, §22, p. 205.

De Vauplane, H. et Denoun, C., Les justificatifs de la lutte pénale contre les opérations d'initiés. *PA*, 18 Mars 1994, n°37.

De Vauplane, H. et Bornet, J.. Réflexion pour une approche globale des opérations de marché. *Rév. Dr. Bancaire et bourse*, nov.-déc., 1994, n°46, p. 248.

De Vauplane, H. et Simart, O., Délits boursiers : proposition de réforme. Pour une répartition des compétences répressives selon le caractère économique ou moral de l'infraction. *RD bancaire et fin.*, mai-juin 1997, n°61, p. 85.

De Vauplane, H. et Daigre, J.-J., note sous Cass. Com. 8 juillet 2003. *Banque et Droit*, septembre-octobre 2003, p.5.

De Vauplane, H. et Daigre, J.-J. , Banque et droit, janv.-févr. 2006. 35, *chron. note sous Com.* 22 nov. 2005, *Eurodirect Marketing*.

De Vauplane, H., note sous Com. 10 déc. 1996. *Bull. Joly Bourse*, mars-avril 1997, §22, p. 205.

De Vauplane, H., Les notions de marché. *Rev. Dr. Bancaire et bourse*, mars-avril 1993, p. p. 62.

Dezeuze, E., note sous CA Paris, 2 févr. 2007, n° 06/08079. *Bull. Joly Bourse* 2007. 200.

Dezeuze, E., Affaire Sidel : divers aspects de l'action publique et de l'action civile relative aux délits d'initiés, de diffusion d'informations fausses et trompeuses et de de présentation de comptes infidèles. *Bull. Joly Bourse*, 2007, n°1, 37.

Dezeuze, E., Bref survol des contours du délit de manipulation des cours. *AJ Pénal*, février 2011, p. 61.

Dezeuze, E., Affaire Sidel : après l'arrêt de la cour d'appel, plusieurs certitudes, certaines interrogations et quelques doutes sur l'action civile en matière d'infractions boursières. *Bull. Joly Bourse* 2009, p. 28.

Ducouloux-Favard, C., note sous Cass. com., 1er févr. 1994 . *D.* 1994. p. 424.

Ducouloux-Favart, C., Les raisons de l'incrimination pénale des délits boursiers. *Mél. AEDBF France*, 1997, 177.

Dugué, C., PRIME Finance : Une nouvelle proposition efficace pour la résolution des différends en matière de produits financiers complexes ? *Cahiers de l'arbitrage*, 01 janvier 2013 n° 1, p. 249.

- E.McGovern, F., Punitive Damages and Class Actions. *70 La. L. Rev.* 435 (2009-2010).
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets : A Review of a Theory and Empirical Work. *25 J Fin* 383.
- Fasquelle, D., Les dommages et intérêts en matière anticoncurrentielle. *Rev. conc. consom.*, mai-juin 2000, n° 115, p. 14.
- Favero, M., De la notion de spéculation à une réforme de l'exception de jeu. *JCP E* 2005, n°10, p. étude.
- Fischel, D. (1984). Insider Trading and Investment Analysts: An Economic Analysis of Dirks v. SEC (1984). *13 HomSTRA L. Rev.* 127, 133, 133.
- Fischel, D. R., Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities. *The Business Lawyer*, Vol. 38, No. 1 (November 1982), 1-20.
- Fontmichel, M. D., « Arbitrage et actions de groupe – les leçons Nord-Américaines ». *Rev. Arb.*, Vol 2008 Issue 4, pp. 641 – 658.
- François, B., *Les marchés financiers américains : quels enseignements pour l'Europe, Les défis actuels du droit financier, sous la dir. De A. Couret et C. Malecki.* éd. Joly 2010, p. 104.
- Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel., "Optimal Damages in Securities Cases ," . 52 *University of Chicago Law Review* 611 (1985).
- Fredrick C. Dunbar and Dana Heller. (2006) Fraud on the Market Meets Behavioral Finance. *31 Delaware Journal of Corporate Law* , 455-532.
- FRICERO, N., Aspects procéduraux de l'action de groupe : entre efficacité et complexité, Dossier Action de groupe : premiers pas. *Dr. et Patrimoine*, 2015, n°243.
- Fricero, N., Le paradoxe des clauses de règlement amiable. *D.* 2015, p. 1201.
- Garrigues, B., note sous T corr. Paris, 11e ch., 22 janv. 2007, Regina Rubens. *RTDF* 2007, n° 2, *chron.* 123 .
- Gasboui, J., La confiscation des profits illicites. *Revue de la recherche jur.* 2013, n°4, p. 1571.

Gaudemet, L. Réparation du préjudice boursier : l'hypothèse d'une politique jurisprudentielle. *Bull. Joly Bourse* 1^{er} Juillet 2014, n°7-08, p. 340.

Goutay, P., L'inobservation de l'obligation de couverture des opérations sur le marché à règlement mensuel ne peut être soulevée par le client. *JCP, éd. E* 2003, n°45, *Commentaire* 1589.

Goutay, P. et Saudo, C., note sous Cass. Com., 4 nov. 2008, n° 07-21449. *Bull. Joly Bourse* 2008, p. 164.

Grare-Didier, C., *Du dommage*, in *Pour une réforme du droit de la responsabilité civile sous la dir. de F. Terré*. Dalloz Coll. Thèmes Et Commentaires, 2011.

Guédas, F., La charte Gissler, une première piste susceptible d'amélioration. *L'AGEFI Hebdo* du 10/06/2010 .

Guyon, Y., Faut-il des associations d'actionnaires et d'investisseurs ? *Rev. Des sociétés*, 1995 , p. 207.

Haeri, K. et Javaux, B., L'action de groupe : entre incertitudes procédurales et instrumentalisation, Dossier Action de groupe : premiers pas. *Dr. et Patrimoine*, 2015, n°243.

Hannoun, C., La dématérialisation de l'entreprise. Essai sur les dimensions immatérielles de l'entreprise, (dir.), L'Harmattan 2010

Hannoun, C., L'émergence de l'entreprise-marchandise, *Revue de droit du travail* 2010

Hallouin, J., Distinction action sociale - action individuelle : la perte de valeur des droits sociaux à la suite d'un dommage subi par la société n'est pas un préjudice personnel distinct du préjudice social. *D.*1998, 180.

Hardtke, E. M. (1997). What's Wrong With the Safe Harbor for Forward-Looking Statements? A Call to the Securities and Exchange Commission to Reconsider Codification of the Bespeaks Caution Doctrine. *81 Marq. L. Rev.* 133.

Harper, S. (2011). 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.

- Hartmann, J., Insider Trading : An economic and legal problem ; How would O'Hagan Come Out under the new german securities trading act. *Gonzaga Journal of International Law*, Vol.1, pp. 46-99.
- Hocquet-Berg, S, Les sanctions du défaut d'information en matière médicale. *Gaz.Pal.*1998, 1121.
- Horwich, A. (2010). "*Cleaning the Murky Safe Harbor for Forward-Looking Statements: An Inquiry into Whether Actual Knowledge of Falsity Precludes the Meaningful Cautionary Statement Defense*". Faculty Working Papers. Paper 29.
- Hovasse, H., note sous CA Paris, 30 mai 1994 : JurisData n° 1994-022887. *Dr. sociétés* 1995, comm. 46.
- Hovasse, H., note sous CA Paris, 9e ch., 15 janv. 1992. *Dr. sociétés*, 1992, comm.n° 189.
- Hubert-Rodier, L., L'arbitrage de consommation en matière de produits financiers : l'exemple américain. *Journal de l'arbitrage de l'Université de Versailles*, n° 1, Octobre 2012, 11.
- Jauffret-Spinosi, C., Les dommages et intérêts punitifs dans les systèmes de droit étrangers, . *LPA* 20 nov. 2002, p. 8.
- Jestaz, P., Les frontières du droit et de la morale ». *RRJ* 1983, 334.
- Jonathan R. Macey and Geoffrey P. Miller. (1991). "The Fraud-on-the-Market Theory Revisited". *Faculty Scholarship Series. Paper 1640*.
- Jouffin, E. , Les actions de groupe à la française : un rendez-vous manqué ? *Banque et Droit* n°155, mai-juin 2014, p. 3.
- Jourdain, P., Imputabilité d'une contamination virale a une transfusion sanguine : la preuve par exclusion du lien de causalité érigée en présomption de droit. *RTD civ.*2001. 889.
- Jourdain, P., Comment traiter le dommage potentiel. *RCA*, mars 2010, n°3, dossier 11.
- Jourdain, P., Note sous Cass. Civ. 1ère , 1er juin 1999, n° 97-14063. *RTD civ.* 2000. p. 121.
- Jourdain, P., note sous Cass. 2ème civ. 27 mai 1999, n° 97-19234. *RTD civ.* 1999, p. 637.
- Jourdain, P., note sous Cass. Civ.1ère , 4 mai 1999, n° 97-10105. *RTD civ.* 1999. p. 840.

Jourdain, P., Une nouvelle présomption de causalité, au profit cette fois des victimes de DES ou distillbene, note sous Cass. Civ. 1ère, 24 sept., 2009. *RTD.civ.* 2010. p.111.

Jr., R. L. , Continuation of the Tracing Doctrine: Giving Aftermarket Purchasers Standing under Section 11 of the Securities Act of 1933 - Lee v. Ernst & (and) Young, LLP. *The, 68 Mo. L. Rev.* (2003).

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 avril 2015, n° 15, doct. 455.

Lagarde, X., Rapport de synthèse du colloque consacré aux « actions de groupe, implications processuelles et substantielles, *Revue Lamy Droit Civil*, n°35, Décembre 2006, p. 81.

Lagarde, X., L'acte d'investissement. Du contrat à l'acte juridique. in *Les concepts émergents en droit des affaires » sous la dir. E. Le Dolley, coll. Droit & Economie*, 2010. 281.

Laithier, Y.-M., Le créancier victime de l'inexécution d'une obligation contractuelle doit-il accepter l'offre de réparation présentée par le débiteur ? *RDC*, 1er juillet 2012, n°3, p. 782.

Lambert-Faivre, Y., *L'indemnisation du dommage corporel, conseil national d'aide aux victimes*. Rapp. Au ministre de la Justice 2003

Langenbrucher, K. (2013). *Insider trading In European law, Chapter 22 Research Handbook on Insider Trading, edited by S.M. Bainbridge*. Research Handbooks in Corporate Law and Governance, EE.

Langevoort, D. C., Rereading "Cady, Roberts": The Ideology and Practice of Insider Trading Regulation. *Columbia Law Review*, Vol. 99, No. 5 (Jun., 1999), 1319-1343.

Langevoort, D. C. (1994, (February)). Disclosures that "Bespoke Caution". *The Business Lawyer*, Vol. 49, No. 2, p. 481.

Langevoort, D. C. (1999). Rereading Cady, Roberts: The Ideology and Practice of Insider Trading Regulation . *Columbia Law Review*, Vol. 99, 1319-1343.

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, 635 (2007).

Lapoyade-Deschamps, C., Quelle(s) réparation(s) ? *Resp. civ. et assur.* 2001, hors-série, *chron.* 11.

Laprade, F. M., Le tribunal des marchés financiers à la lumière du rapport Coulon (tentative de synthèse). *Bull. Joly Bourse*, 1^{er} mars 2015, n° 3, p. 141.

Laude, A., L’obligation de minimiser son propre dommage existe-t-elle en droit français ? *PA* 20 novembre 2002, n° 232, p. 55.

Lécuyer, H., note sous Cass. Com., 4 février 2014, n° de pourvoi 13-10630. *Joly Bourse*, 1^{er} mai 2014, n° 5, p. 261.

Leduc, F., Faut-il distinguer le dommage et le préjudice ? : point de vue privatiste. *RCA*, mars 2010, n°3, dossier 3.

Lee, R. B., The Measure of Damages Under Section 10(b) and Rule 10b-5. *46 Md. L. Rev.* 1266 (1987).

Le Fur, A.-V., L’organisation structurelle de l’AMF suffit-elle à garantir le respect des exigences constitutionnelles d’indépendance et d’impartialité ?, note sous Cass. com., 25 févr. 2014, n° 13-18871 QPC . *Bull. Joly Bourse*, n°4, Avril 2014, p. 199.

Le Fur, A.-V., La protection de l’investisseur par le droit des biens. La notion de bien financier ", in colloque l’appréhension par le Droit du risque financier, juin 2010. *Rev. Droit bancaire et financier*.

Le Fur, A.-V., Faut-il faire de la Commission des sanctions de l’AMF un tribunal des marchés financiers ? *Mélanges AEDBF VI, RB, Paris, 2013*, p. 335 .

Le Fur, A.-V., et Schmidt., Il faut un tribunal des marchés financiers. *D.* 2014 p. 551.

Leslie, C. R., The Significance of Silence: Collective Action Problems and Class Action Settlements. *Florida Law Review*, Vol. 59, No. 1, 2007.

Lévy-Lang, A., Pour une meilleure évaluation du préjudice financier de l’investisseur dans les sociétés cotées. *Bull. Joly Bourse*, 1^{er} mai 2015, n°5, p. 198.

- Licari, F.-X., La Louisiane et les dommages-intérêts punitifs : un modèle pour l'Europe continentale ? *Rev. Lamy Droit des Affaires* – 2013, n° 85, *Colloque La circulation des « punitive damages » Institut François Génys – IDIC Université de Lorraine*, 24 mai 2013.
- Lucas, F.-X., Les actionnaires ont-ils tous la qualité d'associé ? *Rev. dr. banc. et fin.* 2002, 216.
- Lucas, F.-X., Les actionnaires ont-ils tous la qualité d'associé ? Brefs propos discursifs autour du thème de l'associé et de l'investisseur. *Revue de Droit banc. et fin.*, Juillet 2002, n° 4.
- Lurvey, J. B. (1995). Who Is Bespeaking to Whom? Plaintiff Sophistication, Market Information, and Forward-Looking Statements. *45 Duke Law Journal* 579-610.
- Macey, Jonathan R. and Miller, Geoffrey P., "Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud on the Market Theory" (1990). *Faculty Scholarship Series. Paper 1721*.
- Macey, Jonathan R.; Miller, Geoffrey P.; Mitchell, Mark L.; and Netter, Jeffry M. (1991). "Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson" . *Faculty Scholarship Series. Paper 1639*.
- Mafféi, A., Controverse autour des obligations du dépositaire. *Revue de droit banc. et fin. janv-févr. 2011*, p. 46.
- Magnier, V., Les class actions d'investisseurs en produits financiers, *Petites affiches*, 10 juin 2005 n° 115, p. 33.
- Magnier, V., Information boursière et préjudice des investisseurs. *D.* 2008, 558.
- Magnier, V. , Droit boursier et financier, Actes du Colloque « Action de groupe ». *Gaz. Pal. Ed. spéc.*, 15 et 16 mai 2013, p. 2088.
- Mainguy, D. et Depincé, M., L'introduction de l'action de groupe en droit français. *JCP E* 2014. 1144.
- Maréchal, C., L'évaluation des dommages-intérêts en matière de contrefaçon. *RTD com.* 2012, p. 245.

- Martin, D., La réparation du préjudice des investisseurs en cas de fausse information . *JCP E* 2010, n° 36, 1777.
- Martin, D. R., Responsabilité et marchés financiers - Propos introductifs. *Bull. Joly Bourse*, 1^{er} Mai 2007, n°3, p. 287.
- Martin, D., Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard. *Droit bancaire et financier Mélanges AEDBF-France VI, Sous la direction d'Alain Gourio et Jean-Jacques Daigre*, p. 399 et s.
- Martin, R., L'action en représentation conjointe des consommateurs. *JCP* 1994. I. 3756.
- Massey, E. L. (s.d.). Control Person Liability Under Section 20(a): Striking A Balance of Interests for Plaintiffs and Defendants. *6 HOuS. Bus. & TAx L.J.* 109,114-122 (2005).
- Mathey, N., Obligation d'information du professionnel sur les risques des produits financiers proposés. *Rev. Droit banc. et fin.* 2008, n° 6.
- Mattout, J.-P., Action de groupe et indemnisation du préjudice. *Banque et droit*, n° Hors-série, nov. 2014.
- Mazeaud, D., Les projets français de réforme du droit de la responsabilité civile. *LPA*, 13 mars 2014, n°52.
- Mazeaud, D., note sous Cass. 2ème civ. 24 janvier 2002, n° de pourvoi: 99-16576 . *D.* 2002. p. 2559.
- Mazeaud, H. et L., note sous Cass. 2ème civ. 28 octobre 1954. *JCP J* 1955, II, 8765 ; *RTDC* 1955.324.
- Mestre, J., note sous Com. 12 mai 2004, n° 00-15618. *RTD civ.* 2004, p.500.
- Morard, F., Les emprunts "toxiques" souscrits par les collectivités locales continuent d'alimenter la polémique. *Banque & Droit* 2011, n° 137.
- Morard, F., Analyse du dispositif mis en place par les pouvoirs publics. , *Banque & Droit* 2011, n° 137.

- Nabasque, H. L., La règle « non bis in idem » et les abus de marché. (à propos des arrêts de l'assemblée plénière du 8 juillet 2010). *Revue de Droit banc. et fin.*, nov. 2010, n° 6, repère 6.
- Nabasque, H. L., note sous Cass. com., 9 mars 2010, n° 08-21547 et 08-21793. *Rev. sociétés* 2010, p. 230.
- Nabasque, H. L., note sous Chambre commerciale du 16 novembre 2004. *Rév. Société* 2005, p. 595.
- Nussenbaum, M., L'évaluation des préjudices économiques. *Revue de Droit banc. et fin.*, n° 3, Mai 2013, étude 13.
- Ollard, R., La distinction du dommage et du préjudice en droit pénal. *Revue Science crim.* 2010, 561.
- Omaggio, A., Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors) ? *JCP, éd. E*, 12 nov. 2009, n°46.
- Oudot, P., La perte de chance : incertitudes sur un préjudice certain. *Gaz. Pal.* 26 févr. 2011, n°57, p. 8.
- Paclot, Y., Le risque, 10 ans après l'affaire Enron - Regards croisés Canada - France - États-Unis. - Le risque, l'information comptable et la finance. *JCP E* 2012, 14 juin., n°24, p. 1388.
- Paclot, Y., Class actions : le vent du boulet... *Revue de Droit banc. et fin.* n° 4, Juillet 2010, alerte 14.
- Paillard, C., Faut-il distinguer le dommage et le préjudice ? Point de vue publiciste, in « Le préjudice : regards croisés privatistes et publicistes ». *RCA* 2010. Dossier 4.
- Pailler, P., Indemnisation de la perte d'une chance pour l'associé d'investir en connaissance de cause, note sous Cass. Com. 6 mai 2014, n° 13-17632, 13-18473. *Rev. de Droit banc. et fin.* 2014, n° 4, comm. 156 .
- Parléani, G., L'actif financier, un concept simple et opérationnel ? in *Les concepts émergents en droit des affaires, sous la dir. de E. Le Dollay*, LGDJ, 2010, p. 359.
- Penneau, M., note sous CA Angers, 11 sept. 1998. *D.* 1999, jur., p. 50.

- Pfeil, U. C. (1996). Finanzplatz Deutschland: Germany Enacts Insider Trading Legislation. *American University International Law Review* 11, no. 1, 137-193.
- Pietrancosta, A., Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur . *RTDF*, 2007 n°3, 21.
- Piniot, M., Opération de bourse : Responsabilité des intervenants. Analyse de la jurisprudence récente de la Cour de cassation. *RJDA* 1/1995, 3.
- Poirot-Mazères, I., La notion de préjudice en droit administratif français . *RD publ.* 1997, 519.
- Porchy-Simon, S., Revirement de la Cour de cassation quant à la sanction du défaut d'information du patient, note sous Cass. 1ère civ., 3 juin 2010, n° 09-13. 591. *JCP G* 2010, n° 28, somm. n° 788.
- Quézel-Ambrunaz, C., Antennes relais : distinguer, risque, trouble et préjudice sur fond de principe de précaution . *RLDC* 2009, n°59, pp. 17-22.
- Quinn, R. W., The Misappropriation Theory of Insider Trading in the Supreme Court: A (Brief) Response to the (Many) Critics of *United States v. O'Hagan*. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, Vol.8, Issue 3(2003), 874.
- Rameix, G., Quelles stratégies face aux abus de marché ? Réparer, transiger, sanctionner, Réflexions conclusives. *Revue Lamy Droit des Affaires*, 2014, n° 94 Supplément.
- Ramseyer, J. M. (Jan 1, 2013). *Chapter 18: Insider trading regulation in Japan, Research Handbook on Insider Trading, Edited by Stephen M. Bainbridge*. Edward Elgar Publishing, Business & Economics.
- Raschel, L., La délicate distinction de la perte de chance et du risque de dommage. *JCP G*, 2010, 12 avril, n° 15, p. somm. 413.
- Raschel, L., note sous Cass. Civ. 1ère, 14 janvier 2010, n° 08-16760 08-21562. *JCP* 2010. n° 413.
- Raygrobelle, A., La curieuse notion de « produits d'investissement de détail ». *RTDF* 2011, n°1/2, p. p. 90.
- Régis, N., Le préjudice économique des entreprises. *Cour de cassation, Bulletin d'information*, 1er mai 2013.

Rémy, P., La responsabilité contractuelle : histoire d'un faux concept. *RTD. civ.*1997. 232.

Rémy, P. et Borghetti, S.-J., Présentation de projet de réforme de la responsabilité délictuelle.
in Pour une réforme du droit de la responsabilité civile, F. Terré (dir.), Dalloz, Coll. Thèmes et commentaires, 2011, p. 75.

Riassetto, I., Évaluation et information : la place des objectifs d'investissement du client.
Revue de Droit bancaire et financier n° 5, Septembre 2010, *comm.* 198.

Riassetto, I., Exécution d'un ordre de bourse électronique erroné : quelles conséquences pour le PSI ?, note sous Cass. Com. 13 déc. 2011, n°10-10103. *Bull. Joly Bourse*, 2012 n° 4, p. 164 .

Riassetto, I., Montage patrimonial et SICAV, note sous Cass. Com., 12 juill. 2011, n° 10-17830. *Revue de Droit banc. et fin.*, n° 6, Novembre 2011, *comm.* 211.

Riassetto, I., note sous CA Paris, 7 avril 1999, Epoux Lévy c./ Société Louxor Capital Market, et autre. *Bull. Joly Bourse et produits financiers*, 1999, p.464.

Robert, J.-H., Le renard coulissier et penaud, note sous Crim. 20 avril 2005, n° 04-87038. *Dr. Pénal Juillet 2005*, n° 7, *comm.* 108.

Robert, J.-H., La veuve de Carpentras a encore été dépouillée, note sous Crim. 20 juin 2007, n° 06-87470. *Dr. Pénal nov. 2007*, n° 11, *comm.* 140.

Roussille, M., Rapport sur l'indemnisation des préjudices boursiers : comment l'AMF voit sa place. *Droit des sociétés* n° 4, Avril 2011, *repère* 4.

Roussille, M., La perte d'une chance en matière boursière et l'obligation de mise en garde de l'intermédiaire financier . *Gaz. Pal.* 2011, *Févr. Vendr.* 25 et *sam.* 26, p. 16.

Roussille, M., note sous Cass. Com., 24 juin 2008, n° 06-21.798, Aubin c/ Caisse d'épargne et de prévoyance Île-de-France Paris. *JCP G* 2008, *act.* 486.

Rouvière, F., *La pseudo-autonomie des troubles anormaux de voisinage*, *Paru in Variations sur le thème du voisinage*, (dir. J.-Ph. Tricoire). PUAM. 2012, p.73.

Ruellan, C., La perte de chance en droit privé. *RRJ* 1999, 729.

Ruet, L., La couverture, condition (essentielle) de la formation des ordres de bourse à terme.

Bull. Joly Bourse 2000, n°109, 521.

Ruet, L., Le contentieux de l'indemnisation des pertes boursières en cas de spéculation à découvert. *Bull. Joly Bourse, 2012, n°9, 344.*

Ruet, L., note sous Com. 26 juin 2012, n° 11-11450. *Bull. Joly Bourse 2012, n°10, p. 421.*

Ruet, L., note sous Cass. Com. 26 févr. 2008, n° 07-10761. *LPA 2008, n° 113, p. 9.*

Ruet, L., note sous Com., 8 juillet 2003. *Bull. Joly bourse septembre-octobre 2003, § 75, p. 591.*

Saint-Esteben, R., Pour ou contre les dommages et intérêts punitif, *Petites Affiches, 20 janvier 2005, n°14, p. 53.*

Savatier, R. (1970). Une faute peut-elle engendrer la responsabilité d'un dommage sans l'avoir causé ? . *D. chron.*, 123.

Savatier, R., note sous Cass. 1ère civ. 27 mars 1983. *JCP 1983, II, 17643.*

Schiller, A. L'actionnaire plus facilement indemnisé en cas de diffusion d'une information erronée. *Droit des soc.*, août-septembre 2009, p. 6.

Schmidt, D., Affaire Sidel : l'indemnisation des actionnaires. *D. 2006, 2522.*

Schmidt, D., Les délits boursiers. *RJ com. nov. 2011, p. 71.*

Schmidt, D., Abus de marché: quelles réparations ?, in Dossier « Quelles stratégies face aux abus de marché ? Réparer, transiger, sanctionner », table ronde animée par A. Couret. *Dr. & Patr., Nov. 2014, n°241, p. 55.*

Schmidt, D. et Le Fur, A.-V., Pour un tribunal des marchés financiers. *Bull. Joly Bourse, Janvier 2015, pp. p. 24-42.*

Schmidt, D., Fausse information et « préjudice boursier ». *Bull. Joly Bourse, Janvier 2012, p. 1.*

Schotland, R. A., Unsafe at Any Price: A Reply to Manne, Insider Trading and the Stock Market. *Virginia Law Review, Vol. 53, No. 7 (Nov., 1967), 1450.*

Shah, N. V., Section 20A and the Struggle for Coherence, Meaning, and Fundamental fairness in the Express Right of Action for Contemporaneous Insider Trading Liability. 60 *Rutgers L. Rev.* 791, 812-813 (2009), 27.

Sonntag, C. Préjudices et sanctions des infractions d'initiés : approche juridique et économique. *Organisation des dispositifs spécialisés de lutte contre la criminalité économique et financière en Europe, Sous la direction de B. Deffains et F. Stasiak, Université de Poitiers, LGDJ, 2004, 115.*

Sotiropoulou, A., La responsabilité civile des agences de notation, *Bull. Joly Bourse*, 1^{er} janvier 2013 n° 1, P. 47

Stasiak, F., Les sanctions de la contrefaçon. *Communication Commerce électronique n° 1, Janvier 2009, étude 1.*

Stoffel-Munck, P., Le préjudice économique : propos introductifs, dossier « L'évaluation du préjudice économique » 23. *Journal des sociétés 2007, n°44.*

Storck, M., note sous Cass. Com. 26 févr. 2008, n° 07-10761. *RTD com.* 2008. 371.

Storck, M., Responsabilité civile d'une société de gestion à l'égard des porteurs de parts de FCP, note sous CA Paris 3e ch. sect. B, 27 nov. 2008, n° 07/09689, C. V et M. B c/ Selafa MJA . *Bull. Joly Bourse, 1er juillet 2009, n° 4, p. 287.*

Storck, M., *Du devoir d'alerte dans le droit des marchés financiers, in Mélanges offerts à Philippe Simler.* co-éd. Litec/Dalloz, 2006, p. 514.

Storck, M., Les obligations d'information, de conseil, et de mise en garde des prestataires de services d'investissement. *Bull. Joly Bourse 2007, n°3, p.311.*

Storck, M. , La Cour de cassation précise les sanctions de la violation par le transmetteur d'ordre de ses obligations. *RTD com.* 2012, p. 156.

Storck, M., note sous Cass. Com. 10 janvier 2012, n°10-26837. *RD banc. Et fin.* 2012, comm. n° 70.

Storck, M., note sous Com. 22 nov. 2005. *RTD.com.* p. 445.

Storck, M., note sous Com. 8 avril 2008, n° 07-13013. *RTD. com.* 2008, 592.

Stoufflet, J., note sous Cass. Com, 28 avril 2008, n°02-15054. *JCP E* 2004, p.830.

Swenson, K. M., Remedies for Private Parties Under Rule 10b-5. *10 B.C.L. Rev.* 337 (1969).

Tallon, D., L'inexécution du contrat : pour une autre présentation. *RTD civ.* 1994, p. 223.

Tchotourian, I., « Agences de notation : encadrement et responsabilité », dans Dossier : La loi de régulation bancaire et financière, une réponse à la crise, J.-J. Daigre (dir.), *Bull. Joly Bourse*, févr. 2011, n°2, p. 119.

Terré, F., Le droit de l'immatériel, avant-propos, arch. Ph. Droit. Tome 43, Sirey, 1999, p.11

Thel, S. (Jan. 1990). The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act. *Stanford Law Review Vol. 42, No. 2* , 385-464.

Thépot, C., L'encadrement légal de l'activité des agences de notation par la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010. *PA*, 16 déc. 2010, n°250, p. 26.

Torck, S., La directive Prospectus 2010/73 enfin transposée dans le Code monétaire et financier. *Droit des sociétés*, Janvier 2013, *comm. 11* .

Tourneau, P. L., note sous Cass. 2ème civ., 4 mai 1972. *D.* 1972, p. 596.

Tourneau, P. L., Gestion de portefeuille : Indemnisation de la perte d'une chance du donneur d'ordres suite a la carence fautive du gestionnaire dans sa gestion spéculative, note sous CA Paris, 15e ch. B, 12 avr. 1996 ; X c/ Sté Z. *JCP G*, n° 41, 9 Octobre 1996, II 22705.

Trébulle, F. G., note ss Cass. 2e civ., 24 février 2005, n° 04-10362. *JCP G* 2005, II, 10100.

Utzschneider, Y. et Parmentier, H., Réparation du préjudice lié à une infraction au droit de la concurrence : la Cour de cassation accepte le « passing on défense ». *D.* 2010 p. 2781.

Viandier, A., note sous Cass. com., 1er févr. 1994. *JCP E* 1994, I, 399, n° 25.

Vicarie, I., La perte d'une chance. *RJJ* 1987, 903.

Viney, G., note sous Cass. 3e civ., 17 déc. 2002, n° 01-14179 . *JCP G* 2004, I, 101, n° 5.

Vries, G., La responsabilité civile de la société envers les actionnaires en cas d'information incomplète ou prématurée. *JCP E* 2004, n° 19, *comm. n°695*.

- Wang, W. K., 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), 1231.
- Weiskopf, N. R. (2012). Remedies Under Rule 10b-5. *St. John's Law Review: Vol. 45: Iss. 4, Article 8*.
- William M. Landes and Richard A. Posner. (s.d.). Trademark Law: An Economic Perspective. *Journal of Law and Economics*, Vol. 30, No. 2 (Oct., 1987), 265-309.

TABLE DES MATIERES

SOMMAIRE.....	1
INTRODUCTION	2.
CHAPITRE PRELIMINAIRE DETERMINATION DU CONCEPT « PREJUDICE FINANCIER »	7.
<i>SECTION 1. DETERMINATION DE LA VICTIME – « L’INVESTISSEUR ».</i>	<i>7.</i>
§1. LA DECISION D’INVESTISSEMENT	9.
A. L’INVESTISSEUR EN TANT QU’AUTEUR D’UN ACTE D’INVESTISSEMENT	9.
B. LA FINALITE DE LA DECISION D’INVESTISSEMENT	11.
§2. LE RISQUE D’INVESTISSEMENT	12.
A. L’EXISTENCE DU RISQUE FINANCIER – JUSTIFICATION DE LA PROTECTION DE L’INVESTISSEUR	12.
B. L’EXISTENCE D’UN RISQUE PARTICULIER – SIGNE DISTINCTIF DE L’ACTE D’INVESTISSEMENT	15.
SECTION 2. DETERMINATION DU CARACTERE FINANCIER DU PREJUDICE	18.
§1. EXAMEN DES RATTACHEMENTS POSSIBLES	20.
A. LES INSTRUMENTS FINANCIERS.....	20
B. LA SPECULATION.....	27
§2. LE CHOIX D’UNE DEFINITION LARGE	30.
A. LE RISQUE NE DE LA FLUCTUATION DE L’ACTIF – OBJET DE L’INVESTISSEMENT	30.
B. L’INTERET D’UNE DEFINITION LARGE	33.
CONCLUSION DU CHAPITRE.....	38.
PARTIE I IDENTIFICATION DU PRÉJUDICE FINANCIER.....	40.
TITRE I IDENTIFICATION DU PREJUDICE FINANCIER EN TANT QUE RESULTAT RESULTAT D’UN PROCESSUS DOMMAGEABLE	41.
CHAPITRE I CONSTAT DES DIFFICULTES D’IDENTIFICATION DU PREJUDICE FINANCIER	42.
SECTION 1. LES DIFFICULTES D’IDENTIFICATION DE L’ATTEINTE	42.
§1. L’EXIGENCE D’UN PREJUDICE	43.
A. L’ACCEPTATION LARGE DES PREJUDICES INDEMNISABLES EN DROIT COMMUN	43.
B. LE CONSTAT D’UNE MEFIANCE INITIALE DU DROIT FINANCIER.....	51.

§2. APPLICATION DIFFICILE DES CARACTERES DU PREJUDICE REPARABLE EN MATIERE FINANCIERE	58.
A. L'EXIGENCE D'UN PREJUDICE CERTAIN, DIRECT, LEGITIME ET PERSONNEL	58.
B. APPLICATION DIFFICILE DES CRITERES DE DROIT COMMUN EN MATIERE FINANCIERE	67.
SECTION 2. LE DEPASSEMENT DES DIFFICULTES PAR LE RECOURS A LA NOTION DE PERTE DE CHANCE	77.
§1. LE RECOURS ACTUEL A LA PERTE DE CHANCE	77.
A. L'ACTUELLE HEGEMONIE DE LA PERTE DE CHANCE EN MATIERE FINANCIERE	78.
B. UN RECOURS COMMUNE	92.
§2. L'INADAPTATION DU SYSTEME AU PREJUDICE FINANCIER	96.
A. UNE APPLICATION DETOURNEE	96.
B. UNE APPLICATION INJUSTE ET INADAPTEE EN MATIERE FINANCIERE.....	102.
CONCLUSION DU CHAPITRE	119.
CHAPITRE II POSSIBILITE D'IDENTIFICATION PAR LA DISTINCTION ENTRE LE DOMMAGE ET LE PREJUDICE	120.
SECTION 1 L'INTERET DE L'IDENTIFICATION DU SIEGE DU DOMMAGE EN MATIERE FINANCIERE	120.
§1. PRESENTATION DE LA DISTINCTION	120.
A. PRECISION ET DEFINITION DES NOTIONS DE DOMMAGE ET DE PREJUDICE	121.
B. PRESENTATION DU SIEGE DU DOMMAGE EN MATIERE FINANCIERE	126.
§2. L'INTERET DE LA DISTINCTION	134.
A. IDENTIFICATION DES DIFFERENTS PREJUDICES SUSCEPTIBLES DE SE PRODUIRE.....	134.
B. POSSIBILITE DE PRISE EN COMPTE DES EVENEMENTS INTERVENANTS DANS LE PROCESSUS DOMMAGEABLE	138.
SECTION 2 CARACTERISATION DU PREJUDICE SUIVANT L'ORIGINE DU DOMMAGE	142.
§1. DETERMINATION DU DOMMAGE ET DES PREJUDICES RESULTANTS SUIVANT LE MOMENT DE LA PRISE DE LA DECISION D'INVESTISSEMENT	142.
A. FAUTE PROVOQUANT UNE DECISION D'INVESTISSEMENT NON ECLAIREE	143.
B. FAUTE INTERVENANT APRES LA DECISION D'INVESTISSEMENT	162.
§2. CONSEQUENCES SUR LA DETERMINATION DE L'ETENDUE DU PREJUDICE	167.
A. CONSEQUENCES SUR LE LIEN DE CAUSALITE	167.
B. CONSEQUENCES SUR L'ETABLISSEMENT ET L'EVALUATION DU PREJUDICE	175.
CONCLUSION DU CHAPITRE	177.
CONCLUSION DU TITRE I	178.

TITRE II L'ETABLISSEMENT DU PREJUDICE FINANCIER SUIVANT SON ORIGINE	180.
CHAPITRE I L'ETABLISSEMENT D'UN PREJUDICE INDEMNISABLE EN CAS DE FAUTE PROVOQUANT UNE DECISION D'INVESTISSEMENT OU CAUSANT DIRECTEMENT LE PREJUDICE	181.
SECTION 1. L'ETABLISSEMENT D'UN PREJUDICE INDEMNISABLE EN CAS DE FAUTE PROVOQUANT UNE DECISION D'INVESTISSEMENT.....	181.
§1. LA PROVOCATION D'UNE DECISION D'INVESTISSEMENT PAR DES ACTES POSITIFS	182.
A. LES ACTES SUSCEPTIBLES D'AVOIR UN IMPACT SUR LE COURS DE BOURSE	183.
B. LES ACTES AYANT UN IMPACT SUR LA DECISION D'INVESTISSEMENT	198.
§2. L'ABSTENTION FAUTIVE NE PERMETTANT PAS D'EVITER UNE DECISION D'INVESTISSEMENT PREJUDICIABLE.....	214.
A. LES INFORMATIONS GENERALES	214.
B. LES MISES EN GARDE.....	217.
SECTION 2 L'ETABLISSEMENT D'UN PREJUDICE INDEMNISABLE EN CAS DE FAUTE CAUSANT DIRECTEMENT LE PREJUDICE	219.
§1. DEPASSEMENT DES LIMITES D'UN MANDAT	220.
A. INOPPOSABILITE DES ACTES A L'INVESTISSEUR	220.
B. RECONSTITUTION DE LA SITUATION DE L'INVESTISSEUR AVANT LA PASSATION DE L'ACTE	223.
§2. LE MANQUEMENT AUX OBLIGATIONS CONTRACTUELLES OU REGLEMENTAIRES	223.
A. LE PREJUDICE SUSCEPTIBLE DE RESULTER DE L'INEXECUTION D'UN MANDAT DE GESTION	224.
B. LE PREJUDICE SUSCEPTIBLE DE RESULTER DE L'INEXECUTION D'UN ORDRE	225.
C. PREJUDICE SUSCEPTIBLE DE RESULTER DE L'EXECUTION DU DROIT DE VOTE ATTACHE AUX TITRES ACQUIS PAR UN ORGANISME DE PLACEMENT COLLECTIF	237.
CONCLUSION DU CHAPITRE.....	245.
CHAPITRE II LA QUESTION DE L'ETABLISSEMENT D'UN PREJUDICE INDEMNISABLE EN CAS DE DELIT D'INITIE	246.
SECTION 1. EXAMEN DE L'EVOLUTION DE L'INTERDICTION DES OPERATIONS D'INITIE.....	246.
§1. LE DEBAT RELATIF A L'EXISTENCE D'UNE REGLEMENTATION INTERDISANT LES OPERATIONS D'INITIE	248.
A. LES THEORIES CONTRE L'INTERDICTION DES OPERATIONS D'INITIE	248.
B. LES THEORIES EN FAVEUR DE L'INTERDICTION DES OPERATIONS D'INITIE	249.
§2. L'INTERDICTION DU DELIT D'INITIE AUX ETATS-UNIS ET EN EUROPE	250.
A. L'EXAMEN DE L'EVOLUTION DE L'INTERDICTION DES OPERATIONS D'INITIE AUX ETATS-UNIS.....	250.

B. L'INTERDICTION DES OPERATIONS D'INITIE EN FRANCE ET EN EUROPE	257.
SECTION 2. LA QUESTION DE L'EXISTENCE D'UN PREJUDICE RESULTANT DE L'INFRACTION	259.
§1. LES DIFFICULTES D'IDENTIFIER UN PREJUDICE AVANT LA PRISE D'UNE DECISION D'INVESTISSEMENT	260.
A. LES DIFFICULTES LIEES AU FONCTIONNEMENT DES MARCHES FINANCIERS	260.
B. LES DIFFICULTES LIEES A L'IMPOSSIBILITE DE METTRE A LA CHARGE DES INITIES UNE OBLIGATION DE DIVULGATION	263.
§2. LA POSSIBILITE D'IDENTIFIER UN PREJUDICE APRES LA PRISE DE LA DECISION D'INVESTISSEMENT.....	271.
A. LE PREJUDICE CAUSE A UNE SOCIETE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	271.
B. LE PREJUDICE CAUSE AUX INVESTISSEURS EN CAS DE PREEMPTION DES ORDRES	272.
§3. EXAMEN DE L'OPPORTUNITE D'INTRODUIRE UNE ACTION EXPRESSE EN RESPONSABILITE CONTRE LES INITIES .	274.
A. L'EXEMPLE DU DROIT AMERICAIN	275.
B. LA QUESTION DE L'OPPORTUNITE D'INTRODUCTION D'UNE ACTION EXPRESSE EN DROIT FRANÇAIS	276.
CONCLUSION DU CHAPITRE.....	281.
CONCLUSION DU TITRE II	282.
CONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE	284.
PARTIE II INDEMNISATION DU PRÉJUDICE FINANCIER.....	285.
TITRE I ADAPTATION POSSIBLE DES REGLES RELATIVES A L'ETENDUE DU PREJUDICE FINANCIER.....	286.
CHAPITRE I L'ADAPTATION POSSIBLE DES REGLES DE PREUVE	287.
SECTION 1. LES AMENAGEMENTS POSSIBLES DES REGLES DE PREUVE.....	287.
§1. LA PRESOMPTION POSSIBLE DU LIEN CAUSAL ENTRE LA FAUTE ET LE DOMMAGE.....	288.
A. LA POSSIBILITE D'UNE PREUVE INDIRECTE DU LIEN CAUSAL.....	288.
B. LES « CIRCONSTANCES » PERMETTANT D'ADMETTRE UNE PRESOMPTION DU LIEN CAUSAL EN MATIERE FINANCIERE.....	298.
§2. L'ETABLISSEMENT DU LIEN CAUSAL ENTRE LE DOMMAGE ET LE PREJUDICE PAR L'APPLICATION DE LA THEORIE DE LA CAUSALITE ADEQUATE.....	306.
A. L'EXIGENCE DE PREUVE DU LIEN CAUSAL ENTRE LE DOMMAGE ET LE PREJUDICE AFIN D'EVITER L'INDEMNISATION DE PREJUDICES INEXISTANTS	306.
B. LE CHOIX D'UNE CAUSALITE PLUS RIGOREUSE	311.
SECTION 2. LES FONDEMENTS POSSIBLES DES AMENAGEMENTS PROBATOIRES	312.
§1. LA THÉORIE AMÉRICAINE <i>FRAUD ON THE MARKET</i>	313.
A. L'ARRET FONDATEUR <i>BASIC V. LEVINSON</i>	313.

B. EXAMEN DES CRITIQUES CONTRE LE FONDEMENT DE LA THEORIE – LA THEORIE DE L’EFFICIENCE DES MARCHES.....	316.
§2. LE CONCEPT DE L’INVESTISSEUR RAISONNABLE.....	318.
A. UN MODELE DE PRISE DE DECISION D’INVESTISSEMENT	318.
B. QUI EST L’INVESTISSEUR « RAISONNABLE » ?.....	321.
CONCLUSION DU CHAPITRE.....	324.
CHAPITRE II L’ADAPTATION POSSIBLE DES REGLES D’EVALUATION.....	325.
SECTION 1. LE CALCUL DU PREJUDICE EN APPLICATION DU PRINCIPE DE L’INDEMNISATION INTEGRALE	325.
§1. EXEMPLES DE REGLES DE CALCUL.....	326.
A. L’EXEMPLE DU SYSTEME AMERICAIN	326.
B. LES PROPOSITIONS DOCTRINALES EN FRANCE.....	329.
§2. POSSIBILITE DE CALCULER LE MONTANT DU PREJUDICE SUBI SUIVANT SON ORIGINE	332.
A. REPARATION INTEGRALE DU PREJUDICE EN CAS DE FAUTE INTERVIENT AVANT LA DECISION D’INVESTISSEMENT	332.
B. REPARATION INTEGRALE DU PREJUDICE EN CAS DE FAUTE INTERVIENT APRES LA DECISION D’INVESTISSEMENT	343.
SECTION 2. LA POSSIBILITE D’ECARTER LE PRINCIPE D’INDEMNISATION INTEGRALE EN CAS DE CIRCONSTANCES PARTICULIERES.....	345.
§1. LE RECOURS POSSIBLE A DES DOMMAGES-INTERETS PUNITIFS SUIVANT LA GRAVITE DE LA FAUTE	345.
A. LE RENFORCEMENT DE L’EFFICACITE DES REGLES.....	346.
B. L’ENCADREMENT DES DOMMAGES ET INTERETS PUNITIFS	350.
§2. LA LIMITATION POSSIBLE DE L’INDEMNISATION DE LA VICTIME	354.
A. LES MECANISMES EXISTANTS EN DROIT FRANÇAIS	354.
B. LIMITATION POSSIBLE PAR L’INTRODUCTION DE L’OBLIGATION DE MODERER SON PREJUDICE	357.
CONCLUSION DU CHAPITRE.....	365.
CONCLUSION DU TITRE I.....	366.
TITRE II LA NECESSITE DE PREVOIR UN REGIME SPECIFIQUE ADAPTE A L’EXERCICE DU DROIT D’INDEMNISATION	367.
CHAPITRE I EXAMEN DE L’EFFICACITE DES REGLES DE FOND ET DE PROCEDURES EXISTANTES	368.
SECTION 1. EFFICACITE MITIGEE DE L’ACTION DES ASSOCIATIONS	368.
§1. L’INEFFICACITE DE L’ACTION DES ASSOCIATIONS DE DEFENSE DES INVESTISSEURS	368.
A. L’EXISTENCE D’UNE ACTION POUR L’INDEMNISATION DES PREJUDICES INDIVIDUELS AYANT UN DOMAINE ASSEZ LARGE.....	369.

B. DES CONDITIONS D'EXERCICE TROP RIGIDES.....	372.
§2. AMELIORATION POSSIBLE AVEC LA NOUVELLE ACTION DE GROUPE « A LA FRANÇAISE »	375.
A. BREF EXAMEN DE L'ACTION DE GROUPE ET SON DOMAINE D'APPLICATION	376.
B. UNE UTILITE DISCUTABLE	385.
SECTION 2. INADAPTATION DES REGLES DE DROIT COMMUN	392.
§1. ABSENCE DE REGLES SPECIFIQUES D'INDEMNISATION EN MATIERE FINANCIERE.....	392.
§2. CONSTAT D'APPARITION DE REGLES SPECIFIQUES DANS D'AUTRES DOMAINES	395.
A. REFORME OPEREE EN MATIERE DE CONTREFAÇON	395.
B. LA REFORME EN MATIERE DE PREJUDICES CONCURRENTIELS.....	398.
CONCLUSION DU CHAPITRE.....	402.
CHAPITRE II VERS L'INTRODUCTION DE REGIMES D'INDEMNISATION SPECIAUX	403.
SECTION 1. INTRODUCTION DE REGLES DE PROCEDURES SPECIALES	403.
§1. L'AMELIORATION DU TRAITEMENT DU CONTENTIEUX FINANCIER	404.
A. LA CREATION D'UN TRIBUNAL DES MARCHES FINANCIERS	404.
B. DEVELOPPEMENT DES MODES ALTERNATIF DE REGLEMENT DES CONFLITS	412.
§2. L'ACCELERATION DES PROCEDURES DE REPARATION	420.
A. L'INSTAURATION DE DELAI DE PAIEMENT DE LA REPARATION	420.
B. LA CREATION DE FONDS D'INDEMNISATION	420.
C. LA QUESTION DE L'ASSURANCE	423.
SECTION 2. INTRODUCTION DE REGLES SPECIALES DE FOND	424.
§1. CREATION DE REGLES SPECIALES DE RESPONSABILITE.....	425.
A. INTRODUCTION DE REGLES SPECIALES EN MATIERE DE PROSPECTUS ET MANIPULATION DE MARCHÉ.....	426.
B. INTRODUCTIONS DES DOMMAGES ET INTERETS PUNITIFS	433.
§2. CREATION DE REGLES SPECIALES AMENAGEANT LES REGLES D'IMPUTABILITE	435.
A. LA RESPONSABILITE DE LA SOCIETE MERE	436.
B. REGLES DE REPARTITION DE LA RESPONSABILITE DES DIFFERENTS INTERVENANTS.....	438.
CONCLUSION DU CHAPITRE.....	443.
CONCLUSION DU TITRE II	444.
CONCLUSION DE LA SECONDE PARTIE.....	445.

CONCLUSION GENERALE.....	446.
INDEX	452.
BIBLIOGRAPHIE.....	460.
TABLE DES MATIERES	488.
ANNEXE.....	495.
LE PRÉJUDICE FINANCIER – RÉSUMÉ	498.

ANNEXE

Illustration du changement de la situation de l'investisseur en cas de calcul du préjudice en application de principe de l'indemnisation intégrale au lieu de la perte de chance

Afin d'illustrer le changement de la situation des investisseurs avec les règles de calcul proposées par rapport au système actuel basé sur la perte de chance, il n'est pas inutile de donner quelques exemples chiffrés.

Prenons l'hypothèse d'un investisseur qui a acheté des titres à la suite de la diffusion d'une fausse information et les a revendus à perte après la révélation du délit. Si on applique la jurisprudence actuelle, cet investisseur aura droit à une indemnisation limitée à la seule perte de chance de réaliser un meilleur investissement. Son calcul reste assez aléatoire. Le juge peut lui accorder une somme forfaitaire. Cependant, il est tout à fait possible de calculer la perte financière subie.

Imaginons que le prix d'achat est égal à 100 (prix gonflé en raison de la diffusion d'une information fausse, déjà intégrée dans le cours du titre). Il revend à 75. Pour calculer la perte il faut comparer deux valeurs de référence : le *prix d'achat* et le *prix réel* au moment de la vente. Le prix de vente (75) peut être éventuellement pris en compte en tant que prix réel si la vente intervient peu de temps après la révélation du délit. Sinon, on peut calculer le prix réel comme une moyenne des cours de cotation pendant une période donnée, par exemple 80 jours. En effet, il est possible que la révélation du caractère faux de l'information ne soit pas le seul évènement qui intervient dans la formation du cours. La prise en compte de cette moyenne en tant que valeur de référence, lorsque la vente n'intervient pas juste après la révélation du délit, évite de mettre à la charge du responsable une baisse du cours qu'il n'a pas provoquée. Le préjudice sera donc égal soit à $100 - 75$, soit à 100 moins la moyenne de cotation des 80 jours précédant la vente (imaginons 80).

Si en revanche, l'investisseur vend à 104 ou à 110, donc par hypothèse à une période où le cours est encore sous l'influence du délit, il est évident qu'il ne subit pas de préjudice.

Prenons cette fois la situation de l'investisseur qui a acheté les titres à la suite de la diffusion de l'information fausse sans les céder après. La jurisprudence actuelle ne distingue pas cette

situation de celle de l'investisseur qui cède ses titres à perte. Or, on peut remarquer que l'investisseur qui ne cède pas ses titres ne subit pas une moins-value. Cependant, nous avons déjà observé qu'il acquiert les titres à un cours surévalué et potentiellement il pourrait céder à perte. Cette situation peut être analysée comme un risque de préjudice. La jurisprudence accepte d'indemniser le simple risque de préjudice. Par exemple, elle prend en compte les frais exposés par une personne pour éviter un risque. Le surplus payé par l'investisseur peut être indemnisé au titre d'un risque de préjudice. Par conséquent pour calculer le préjudice il faut comparer le prix payé et le prix réel. Ainsi, s'il a payé 100, alors que sans la diffusion de l'information fausse le cours aurait été 90, il peut être indemnisé pour le surplus payé (10). Dans cette hypothèse il faut reconstituer le cours au jour de l'achat.

Prenons enfin la situation de l'investisseur qui se contente de conserver ses titres. L'investisseur qui possédait des titres au moment de la diffusion de l'information ne subit pas de dommage. En effet, la diffusion de l'information ne provoque aucune opération. Dès lors, il est impossible de constater un préjudice, même une perte de chance. Si en revanche l'investisseur possédait des titres et il les a cédés à cause de la diffusion d'une information négative fausse, il subit un préjudice. Pour le calculer, il faut prendre en compte la perte (le prix d'achat moins le prix de vente) et éventuellement le manque à gagner. Imaginons qu'au moment de la diffusion de l'information fausse, un accord sur une garantie de cours a déjà été signé, mais il n'a pas été encore diffusé. On voit que l'investisseur a été privé de la possibilité de bénéficier de la garantie du cours. Par conséquent, son préjudice au titre du manque à gagner sera égal à la différence entre le prix de vente et le prix fixé dans l'accord.

En ce qui concerne le manquement aux obligations de conseil, d'information et de mise en garde, les préjudices qui peuvent en résulter ne sont pas financiers stricto sensu. En effet, l'investisseur subit une perte du fait de la baisse de la valeur d'un actif financier, mais les manquements à l'obligation de conseil, d'information ou de mise en garde n'ont aucun impact sur la valeur de celui-ci. On peut constater que même dûment conseillé, informé et mis en garde, l'investisseur peut subir la même perte financière. La Cour de cassation qualifie le préjudice qui résulte de la violation de ces trois obligations de perte de chance. Cependant, la Directive MIF distingue bien l'obligation de conseil des obligations d'information et de mise en garde. Cette distinction se manifeste aussi au niveau du préjudice subi.

En effet, lorsque le conseil en investissement n'est pas adapté à la situation personnelle d'un investisseur, celui-ci est exposé directement à un risque de perte. Ainsi, il est possible

d'imputer la perte directement au mauvais conseil. Dès lors, l'investisseur doit être indemnisé intégralement. Étant donné que le mauvais conseil en investissement n'a pas d'impact sur le cours, le préjudice qui en résulte ne peut pas être calculé comme un préjudice financier pur. Par conséquent, si l'investisseur en suivant un mauvais conseil a acquis des titres financiers ou un produit financier, il est inutile de comparer la valeur des titres avant et après le conseil. Si le conseil en investissement est inadapté à la situation personnelle de l'investisseur, il sera plus approprié de reconstituer la situation de l'investisseur avant la prise de sa décision d'investissement. L'indemnisation intégrale peut être assurée par la restitution du capital investi.

En ce qui concerne le manquement à l'obligation d'information ou de mise en garde, il est impossible de savoir quel aurait été le comportement de l'investisseur s'il était bien informé ou mis en garde. En effet, le lien causal entre l'omission d'une information et la perte financière est impossible à établir. Certes, il reste possible de prouver que l'information avait un tel caractère qu'un investisseur moyen aurait pris une autre décision dûment informé. Dans ce cas, il s'agit d'imputer la perte directement au manquement invoqué. Cependant, en pratique cette preuve reste assez difficile à rapporter. Par conséquent, dans la plupart des situations il faut indemniser un préjudice moral d'impréparation. Son indemnisation ne sera pas égale à la perte totale. Il a été observé que le préjudice qui résulte du manquement à l'obligation d'information ou de mise en garde n'est pas une perte de chance. La perte de chance suppose une incertitude quant à la réalisation de l'événement escompté en l'absence de la faute. Or, la volonté individuelle ne peut pas constituer un événement incertain. En outre, la perte de chance reste rattachée au préjudice final, car elle constitue un pourcentage de celui-ci. Or, l'absence d'impact de l'information sur le cours empêche de calculer le préjudice en fonction de la perte financière subie. Le juge doit évaluer la « chance » de prendre une autre décision. Dès lors, il vaut mieux indemniser un préjudice moral spécial d'impréparation.

LE PRÉJUDICE FINANCIER – RÉSUMÉ

L'indemnisation du préjudice financier suscite un large éventail de questions. La présente étude propose d'abord une méthode d'établissement du préjudice financier ayant pour objet de faciliter sa preuve et son évaluation. A partir de la détermination du préjudice financier proprement dit, il est possible de s'attacher à son établissement. Il est soutenu que l'établissement du préjudice financier nécessite le recours à la distinction, bien connue en droit civil, entre le dommage, c'est à dire le siège de la lésion, et le préjudice qui apparaît comme la conséquence du dommage. Cette distinction permet d'identifier les liens causals qui existent d'une part entre l'acte dommageable et le dommage, et d'autre part, entre le dommage et le préjudice. En outre, la distinction permet de constater que l'établissement du préjudice n'est pas identique si l'acte dommageable entraîne une décision d'investissement ou s'il intervient à un moment postérieur à la décision d'investissement. Cette différence de situation nécessite d'établir la preuve et d'évaluer le préjudice financier suivant le dommage qui se trouve à son origine. L'étude s'attache ensuite sur la possibilité d'aménager les règles existantes en matière de preuve et d'évaluation afin de mieux indemniser le préjudice de l'investisseur. En ce qui concerne l'exercice du droit à l'indemnisation, l'étude examine les différentes solutions possibles afin d'améliorer la situation des investisseurs. L'inefficacité des règles existantes conduit à examiner la possibilité d'introduire de nouvelles règles en matière de procédure et de fond, adaptées au fonctionnement des marchés financiers.

This thesis aims to identify and solve some significant problems related to investor's financial harm. The thesis proposes a method to establish the proof of the financial harm and discusses various measures of calculating damages. The thesis begins with a definition of the term financial harm and therefore attempts to identify the financial loss resulting from some harmful activities. The context in which the investor is harmed involves the distinction between "damnum", i.e. the origin of the harm and its consequence, the "praejudicium". The introduction of the distinction permits a new method for reliance's proof between harmful activity and financial loss. In particular the distinction permits to observe that the proof of the loss is different when the investor's decision is made but for the harmful activity and when the harmful activity intervenes after the investor's decision. Therefore, proof of the loss and evaluation of damages are established in accordance with the origin of the harm. The thesis examines a possible change to the rules of causation and loss evaluation in order to improve investor's compensation. In an attempt to remedy the gaps perceived in law Part II discusses the adoption of appropriate compensation schemes.