

# L'ANALYSE ÉCONOMIQUE DE LA LOYAUTÉ ET DES MÉCANISMES DE RÉPARATION DE LA DÉLOYAUTÉ

*La loyauté a pour but de générer la confiance qui constitue un facteur de développement économique car elle permet de réduire les coûts d'autoprotection des agents. Cette analyse se vérifie dans l'histoire économique et trouve sa concrétisation dans le droit des contrats. Se pose cependant la question de la réparation optimale des comportements déloyaux dont on analyse des exemples à travers certaines infractions portant sur l'information boursière et la réticence dolosive. Les solutions proposées par la jurisprudence s'analysent le plus souvent comme des pertes de chance et soulèvent de nombreuses questions du fait de leur caractère aléatoire.*



Par Maurice  
NUSSENBAUM  
Expert judiciaire agréé  
par la Cour de cassation  
Professeur de finance  
à l'université Paris IX  
Dauphine

1. Le devoir de loyauté, d'abord un impératif moral, devenu un devoir contractuel, relève-t-il de l'analyse économique ? Pour répondre à cette question, il faut d'abord rappeler que l'analyse économique du droit a pour objet la recherche des effets implicites des règles de droit. Comment trouver des effets économiques positifs à ce qui relève d'un paradigme humaniste, associant à la fois fidélité et honnêteté ?

Pour tenter d'y répondre, on s'interrogera tout d'abord sur le rôle de la confiance et de la loyauté dans le développement économique (I) puis dans le droit contractuel (II) pour analyser ensuite, à l'aide de l'analyse économique, l'efficacité de la réparation des comportements déloyaux (III).

## I. LE RÔLE DE LA CONFIANCE ET DE LA LOYAUTÉ DANS LE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUE

2. Si le *Robert* définit la loyauté comme la fidélité à tenir ses engagements nous lui préférons la définition suivante de Andrew Kydd (2005) qui souligne la circularité entre les concepts de loyauté et confiance : la loyauté a pour but de générer la confiance qui elle-même se définit comme la croyance dans la loyauté du partenaire <sup>(1)</sup>.

L'exigence de loyauté ou de bonne foi a une origine à la fois morale et religieuse qui a été dès l'époque gréco-romaine retranscrite dans le droit. Elle se réfère cependant à la fois à la justice et à l'utilité puisque comme le disait Pothier « s'obliger à faire quelque chose c'est s'obliger à la faire utilement », c'est-à-dire en se rendant utile à son

cocontractant à travers la coopération des cocontractants même si chacun d'eux poursuit ses fins propres <sup>(2)</sup>. On va trouver dans cette obligation de coopération tout le fondement de la protection du faible par le fort ou du non-professionnel par le professionnel dans différentes branches du droit, qu'il s'agisse du droit de la consommation, de la concurrence, des services bancaires ou d'investissement. De ce fait on pourrait s'interroger, au-delà de la justification morale, sur l'existence d'un fondement économique à cette obligation (bien que la référence à l'utilité par Pothier soit déjà un concept annexée par la pensée économique).

Certains trouvent cependant qu'une finalité exclusivement économique serait pénalisante pour le droit du fait de son caractère trop abstrait et pas assez pratique <sup>(3)</sup>.

3. Cette notion a un champ d'application très vaste à la fois contractuel et extracontractuel. Nous avons choisi de le limiter dans le domaine essentiellement contractuel, c'est pourquoi nous ne traiterons pas de manière directe le cas de la loyauté dans le commerce.

Notons néanmoins, pour ce qui concerne la concurrence déloyale, qu'il s'agit d'une forme de déloyauté s'assimilant à la malhonnêteté ou à la tricherie qui est prohibée au nom de l'égalité des armes ou des chances car la concurrence ne doit pas être faussée au profit d'un des concurrents. Il en est de même pour ce qui concerne les pratiques anticoncurrentielles relatives aux articles 101 et 102 qui recouvrent à la fois les ententes et les abus de position dominante. La prohibition visait au départ à encadrer la liberté de la puissance économique pour favoriser l'accès aux marchés des plus modestes au nom de la doctrine d'ordo-libéralisme se référant à l'économie sociale de marché <sup>(4)</sup>.

(2) Cité par Y. Picod, « L'obligation de coopération dans l'exécution du contrat », JCP G 1998, 1, 3318.

(3) Menezes Cordeiro, « La bonne foi à la fin du vingtième siècle » : Revue de droit de l'université de Sherbrooke 1996, vol. 26, n° 2, p. 224-245.

(4) Prieto Catherine, « Loyauté et commerce et droit européen de la concurrence », in *Loyauté du commerce et le droit européen*, RAE-LEA, 2011-2012, p. 299-312.

(1) A. Kydd, *Trust and mistrust in international relations*, Princeton University Press, 2005.

Dans un cas comme dans l'autre, l'analyse économique se réfère au concept de bien-être du consommateur qui conduit à l'efficacité économique au sens du meilleur emploi des ressources pour la collectivité. Ce bien-être passe par la maximisation du surplus du consommateur avec des prix d'équilibre qui consistent à ne pas faire subir aux consommateurs les prix maximum qu'ils pourraient accepter sous la contrainte. Il en résulte des consommations accrues à des prix inférieurs et de ce fait un maximum d'avantages pour les consommateurs.

Dans le droit de la consommation, une autre manière de protéger le faible, c'est-à-dire le consommateur contre le fort consiste à veiller à ce que son jugement ne soit pas faussé par des manœuvres déloyales. C'est la recherche de comportements loyaux tels qu'ils sont définis dans la directive du 11 mai 2005<sup>(5)</sup> sur les pratiques commerciales déloyales et celle du 22 mai 2008<sup>(6)</sup> sur le crédit à la consommation.

4. L'effet de la loyauté peut être positif, dans certains domaines et négatif dans d'autres malgré l'impératif moral auquel il répond. Par exemple la fixation arbitraire de certains prix pourra viser la protection de telle ou telle population mais conduire les acteurs économiques à désertir ces marchés protégés devenus non rentables.

5. La première question à évoquer est celle de savoir si la loyauté et la coopération qu'elle suppose correspond à un mouvement spontané au plan des comportements individuels ou bien si elle doit être imposée.

On répond à cette question en examinant le dilemme du prisonnier (Tucker 1950<sup>(7)</sup>) qui montre que la confrontation des intérêts individuels ne débouche ni sur la coopération ni nécessairement sur l'*optimum* collectif<sup>(8)</sup>. Deux hommes sont accusés d'avoir enfreint la loi et sont détenus séparément par la police, chacun est informé que :

- si l'un des deux avoue et pas l'autre, le premier sera récompensé (résultat : + 1) alors que le second sera lourdement condamné (résultat : - 2) ;
- si les deux avouent, ils subiront tous les deux une peine légère (résultat : - 1) ;
- si aucun des deux n'avoue, chacun repartira libre (résultat : 0).

La stratégie d'aveu est une stratégie dominante pour chacun des deux prisonniers (résultat : + 1 au mieux)<sup>(9)</sup>. Le seul équilibre du jeu est donc la situation où les deux avouent ce qui leur entraîne une peine légère (à - 1), correspondant par exemple à une année de prison. Pour

les deux prisonniers coopérant, c'est-à-dire en n'avouant pas, ils seraient tous deux repartis libres. Ce dilemme illustre le conflit entre les incitations sociales à coopérer et les incitations individuelles à ne pas le faire.

6. Les applications de ce dilemme sont nombreuses dans la vie réelle :

- dans le domaine militaire, deux puissances vont opter pour la prolifération d'armes alors qu'elles auraient intérêt à coopérer pour freiner la course aux armements ;
- dans le domaine du sport, les athlètes auront individuellement intérêt au dopage alors qu'ils préféreraient des compétitions sans dopage.

Ainsi, confiance et loyauté ne s'imposent pas au niveau individuel et de ce fait, ce sont les institutions, règles et conventions qui ont pour objet d'éviter les problèmes de type dilemme du prisonnier. On montre cependant, que si on introduit dans le modèle un coefficient de sympathie à l'autre, dès lors que le joueur 1 croit que le joueur 2 sera animé de bonnes intentions de coopération, on peut obtenir des comportements coopératifs aboutissant à un équilibre équitable. Les expériences de laboratoire confirment que les individus ont une certaine tendance à la confiance même si la confiance génère des coûts liés à la possibilité de trahison.

7. Il faut donc, dans un univers rationnel, que la confiance génère des avantages. Kennett Arrow en 1974 avait montré que sans confiance aucun marché ne pouvait fonctionner<sup>(10)</sup> et que de ce fait la confiance serait à l'origine même des marchés. C'est ainsi qu'on a également observé que dans les sociétés primitives, la coopération humaine était un comportement naturel.

8. L'histoire économique a même montré que dès lors que des individus interagissent principalement avec les membres de leur groupe ethnique, religieux ou familial, ils développent des comportements honnêtes et loyaux car les gains de long terme, liés au respect des engagements s'avèraient plus payants que les gains de court terme liés à la triche<sup>(11)</sup>. Dans ces communautés (arabes ou juifs maghrébins du XI<sup>e</sup> au XIV<sup>e</sup> siècle), le fils, en reprenant l'office de son père, héritait automatiquement de sa participation à la coalition des marchands, ce qui lui évitait les coûts d'obtention d'information. Le principe était celui d'une réciprocité sociale et commerciale soutenue par un échange d'informations.

Cette conception se rattache à une définition de la loyauté sous l'angle de la réputation : la loyauté d'un agent se traduit par sa réputation à être loyal pour un certain niveau de confiance accordée. Dans ce contexte, la confiance qui régnait entre des groupes relativement fermés de marchands ne résultait pas d'un système de sanctions sociales

(5) Dir. n° 2005/29/CE, 11 mai 2005, du Parlement européen et du Conseil.

(6) Dir. n° 2008/48/CE, 22 mai 2008, du Parlement européen et du Conseil.

(7) A. Tucker, « A two person dilemma », Mimeo, Stanford University, 1950 ; Repris dans E. Rasmusen, *Readings in games and information*, 2001, Blackwell publishers, Madden p 7-8.

(8) N. Eber, *Théorie des jeux*, Dunod Paris, 2004, chap. 3.

(9) En avouant on a au pire - 1 et au mieux + 1, alors qu'en n'avouant pas, le pire est à - 2 et le meilleur à 0.

(10) T. Tazdaït, *L'analyse économique de la confiance*, De Boeck, coll. ouvertures économiques, 2008, p. 17.

(11) *Op. cit.* p. 71.

ou morales, mais était la conséquence de mécanismes de contrôle de la réputation établie entre des individus unis par leurs intérêts propres et des perspectives de gains matériels à long terme.

“ Dans les sociétés à haut niveau de confiance, les individus sont incités à moins dépenser pour leur protection contre d'éventuels comportements opportunistes de la part de leurs cocontractants ”

Un autre modèle, plus moderne, celui des marchands génois du XII<sup>e</sup> siècle consistait en un équilibre individualiste dans lequel les marchands n'attachaient aucune importance à l'histoire du partenaire. Ils préféraient recourir aux institutions formelles (notamment les tribunaux) qui leur permettaient de conclure des transactions équilibrées <sup>(12)</sup>. Ils considéraient obtenir ainsi des avantages plus importants que ceux qu'ils auraient eu dans un équilibre collectiviste où les individus n'interagissent qu'avec les membres de leur propre groupe (ethnique, religieux ou familial).

En fait, d'autres historiens ont souligné la perméabilité entre les deux modèles à travers notamment le commerce du corail et des diamants au XVII<sup>e</sup> et XVIII<sup>e</sup> siècle, qui a vu s'associer marchands juifs de Livourne et italiens catholiques de Lisbonne ou portugais et hindous de Goa. La cohésion du réseau interculturel était assurée par le contrôle réciproque entre relations, amis et agents où les lettres d'affaires jouaient le rôle de procuration. Dans les transactions à très longues distances, chaque groupe surveillait ses membres et effectuait un contrôle de la réputation <sup>(13)</sup>. On voit donc que loyauté et confiance à travers les réseaux interculturels, avec ou sans l'appui des tribunaux publics, ont été à l'origine du développement international du commerce tant au Moyen-Âge que dans l'époque moderne.

9. De nombreux auteurs ont étudié le rôle de la confiance dans le développement économique contemporain. Ils ont montré comment la confiance et la loyauté qu'elle engendre, ainsi que les normes et les réseaux sociaux, permettent d'accroître l'efficacité économique de la société. On citera principalement Fukuyama (1995) <sup>(14)</sup> qui a expliqué comment le niveau de confiance au sein d'une société déterminait la performance de l'ensemble des institutions sociales et par là même le développement économique d'une nation. Dans les sociétés à haut niveau de confiance, les

individus sont incités à moins dépenser pour leur protection contre d'éventuels comportements opportunistes de la part de leurs cocontractants. La confiance permet ainsi de réduire les coûts de contrôle : « la prospérité d'une nation et sa compétitivité sont conditionnées par une seule et unique caractéristique culturelle omniprésente : le niveau de cohérence propre à la société ». On retrouve la même idée dans notre développement consacré à l'intérêt économique de la loyauté dans les contrats.

Les exemples que donne Fukuyama pour développer son hypothèse s'appuient tous sur des relations d'entraide entre acteurs économiques, convaincus de former une communauté culturelle fondée sur la confiance mutuelle. À l'inverse, lorsque le capital social de confiance fait défaut, les acteurs s'en remettent à l'État pour résoudre les problèmes et les résultats sont moins efficaces. On comparera à cet égard le fonctionnement de l'industrie intermédiaire allemande fondé sur la coopération inter-entreprise et le système français plus individualiste et tourné vers la recherche des aides de l'État <sup>(15)</sup>.

10. On n'explique cependant pas uniquement le développement économique par la confiance puisque des régimes autoritaires caractérisés par des faibles niveaux de confiance peuvent connaître des niveaux de développement économique importants. Ce qui est en cause, est vraisemblablement un problème de définition de la confiance : le type de confiance qui agit sur le développement ne concerne pas la confiance dans le bon fonctionnement des institutions (puisqu'il peut y avoir faible confiance dans les institutions et développement économique fort) mais la confiance accordée à autrui <sup>(16)</sup>, même si les deux types de confiance se complètent.

En fait, comme l'ont montré Zak et Knack <sup>(17)</sup>, les agents peuvent utiliser leurs ressources pour vérifier ce que leur disent leurs cocontractants ou bien leur faire confiance et utiliser leurs ressources de manière plus productive. La confiance est favorisée par les institutions formelles, sociales et économiques, qui de ce fait favorisent le niveau des investissements. Il existe donc bien un lien entre confiance et croissance.

11. L'approche moderne considère la confiance comme une institution informelle et le système judiciaire comme une institution formelle. Les deux types d'institutions sont importantes pour favoriser le développement économique. La confiance est plus liée aux traditions culturelles et est définie comme la volonté de permettre aux actions des

(12) *Op. cit.* p. 71.

(13) A. Greif, *Reputation and Coalitions in Medieval Trade*, The Journal of Economic History, vol. 49, Cambridge University Press, n° 4, déc. 1989, p. 857-882.

(14) F. Fukuyama, « La confiance et la puissance », *Virtus sociales et prospérité économique*, Plon, 1995, p. 19. Cité par T. Tazdait, p. 43.

(15) I. Bourgeois, *PME allemandes : les clés de la performance*, éd. Cirac, Cergy, 2010.

(16) S. Beugelskijk, *A Note on the Theory and Measurement of Trust in Explaining differences in Economic growth*, Cambridge Journal of Economics, vol. 30, p. 371-387, 2006.

(17) P.-J. Zak and S. Knack, *Trust and Growth*, The Economic Journal, vol. 111, n° 470, apr. 2001, p. 295-321.

autres d'influencer son propre bien-être <sup>(18)</sup>. En effet, un agent économique sera disposé à prendre des risques sur les actions des autres acteurs s'il pense qu'ils se comporteront correctement, c'est-à-dire loyalement.

Cette première partie introductive a montré que la loyauté ne pouvait émerger de manière spontanée dans des relations individuelles et que son développement a toujours été du à des facteurs culturels et réputationnels permettant de justifier des avantages collectifs au sein de groupes plus ou moins homogènes sur le long terme. De même, sur le plan contractuel, la loyauté et la confiance constituent des facteurs de réduction des coûts collectifs d'administration de la justice.

## II. L'INTÉRÊT ÉCONOMIQUE DE LA LOYAUTÉ DANS LE DROIT CONTRACTUEL

12. L'analyse économique prend en compte le rôle du droit en terme de coût avantage : l'intervention correctrice du droit (à la fois à travers le contrat et le procès) se justifie lorsque son coût est inférieur aux économies qu'elle permet de réaliser par rapport aux aménagements que les parties pourraient mettre en œuvre elles-mêmes <sup>(19)</sup>.

D. Wittman (2006) <sup>(20)</sup> indique que le rôle du droit contractuel est de minimiser la somme des trois coûts comprenant : les coûts de formulation du contrat par les parties, les coûts de formulation par les tribunaux et les coûts liés à des comportements inefficaces résultant des contrats mal rédigés ou incomplets. Ces coûts sont à considérer au niveau collectif et non au cas par cas. Ils constituent le coût global des accidents de parcours dans le contrat. Dans cette optique, le premier terme concerne les coûts supportés pour négocier et formuler le contrat, le deuxième concerne l'intervention de l'autorité publique, notamment pour sanctionner la mauvaise exécution, et le troisième a trait à la mauvaise évolution des affaires qui résulte de contrats mal rédigés et mal contrôlés.

“ *L'absence d'obligation de loyauté génère l'absence de confiance entre les parties* ”

13. Par rapport à cette approche, la bonne foi et la loyauté ont un rôle central. Elles s'opposent à l'opportunisme qui consiste pour un des contractants à modifier par la ruse ou la force, à son avantage et au détriment de l'autre, la répartition des gains conjoints du contrat. Cette situation se produit généralement en situation d'asymétrie entre les parties, qui permet à une partie de tirer profit aux dépens

de l'autre, de manière exagérée (au-delà d'un certain seuil de gravité <sup>(21)</sup>).

Cette asymétrie peut résulter de l'information ou de la situation sur un marché (par exemple en cas de monopole ou de position dominante). L'absence d'obligation de loyauté va générer l'absence de confiance entre les parties. Or la confiance permet de réduire les précautions que l'on doit prendre en son absence, face à des inconnus. L'augmentation des précautions va entraîner l'augmentation des coûts de recherche et vraisemblablement une réduction du nombre de contrats et un abaissement des gains réciproques et du bien être collectif.

À l'inverse, comme l'indique Mc Kaay <sup>(22)</sup> la confiance (ou loyauté – indiqué par nous) permet à l'acteur d'abaisser le niveau d'autoprotection par rapport à ce qui serait approprié à l'égard d'interlocuteurs inconnus. Elle permet donc d'abaisser les coûts de transaction et d'augmenter le nombre de contrats conclus.

La confiance permet également de gérer le caractère incomplet des contrats. Elle a en commun avec les institutions formelles de réduire les coûts de transactions. Les deux peuvent apparaître comme des substituts ce qui signifie qu'une amélioration du fonctionnement des institutions formelles peut permettre de pallier les insuffisances en termes de confiance <sup>(23)</sup>. Mais, dans la même perspective de réduction des coûts de transaction, il existe une forte complémentarité entre le fonctionnement des institutions formelles et notamment la responsabilité contractuelle et le rôle de la loyauté pour en améliorer la performance économique. La confiance suppose des informations suffisantes sur l'interlocuteur ou sur des produits. Ces informations permettent à un acteur de déterminer la confiance qu'il peut accorder à un contrat et même de décider à le conclure.

La question qui en découle est donc celle de l'information optimale à communiquer. Il est clair qu'il existe une contradiction entre la situation d'opposition des intérêts des contractants et l'obligation de loyauté, ce qui a, même fait dire au juge anglais Ackner : « *a duty to negotiate in good faith is as unworkable in practice as it is inherently inconsistent with the position of negotiating parties* » <sup>(24)</sup>. On observe là encore, l'opposition entre la situation individuelle d'espèce et l'*optimum* collectif : au niveau individuel, l'absence d'échange ou l'opportunisme pourrait s'avérer efficace à court terme alors que ce n'est pas le cas au niveau collectif.

14. On distingue trois types d'informations, celles acquises directement par l'intéressé, celles fournies par le cocon-

(18) J. Sobel, *Can We Trust Social Capital?*, Journal of Economic Literature, p. 139-154, March 2002.

(19) E. Mc Kaay et S. Rousseau, *L'analyse économique du droit*, Dalloz, 26 oct. 2008, p. 373, § 1333.

(20) D. Wittman, *Economic Foundations of law and organization*, Cambridge University Press, 2006.

(21) Mc Kaay et al, *op. cit.* note n° 19, § 1355, p. 379.

(22) Mc Kaay, *op. cit.* note n° 19, § 1381, p. 386.

(23) Shu Yu, Jakob De Haan, Sjoerd Beugelsdijk, *Trade, Trust and Institutions*, CESifo Working Paper n° 3571, 2011.

(24) Walford v. Miles 1992 2 AC 128 p. 138, cité par S. Vigneron, « Le rejet de la bonne foi en droit anglais » in *Les échanges entre les droits : l'expérience communautaire*, R. Olivier et D. Fasquelles, Bruxelles, Bruyant, déc. 2008.

tractant, celles obtenues des tiers. Plus les informations disponibles seront fiables, moins les coûts de recherche seront importants, d'où la nécessité d'examiner le contenu de l'obligation de renseignement pour le cocontractant.

L'analyse économique s'appuie sur le concept de *cheapest cost avoider* <sup>(25)</sup>. Cette approche est fondée sur la recherche d'efficacité des règles de responsabilité : on attribue la responsabilité d'une éventuelle imprudence dans le domaine quasi délictuel à celle des parties concernées qui peut au moindre coût réduire les coûts de précaution susceptibles d'éviter les pertes ou accidents. Sur la base de ce principe, Kronman <sup>(26)</sup> considère que l'information acquise sans effort particulier dans le cours ordinaire de l'usage d'une chose doit être normalement divulguée car cela améliore l'efficacité ex-post des échanges. Si par contre, son obtention requiert des recherches coûteuses qui impliquent une rentabilisation des efforts mis en œuvre, elle est considérée comme appartenant à celui qui l'a obtenue. En effet, obliger à divulguer des informations acquises de manière coûteuse, peut dissuader de les rechercher.

15. Le droit ne suit pas réellement cette logique puisqu'il définit des droits et devoirs d'informations spécifiques dans la plupart des domaines, que cela implique des coûts de recherche ou pas <sup>(27)</sup>. On peut cependant noter que la jurisprudence « tempère le droit de savoir par un devoir de curiosité et de vigilance qui traduit l'exigence de collaboration entre les parties au contrat » <sup>(28)</sup>.

Le devoir de vigilance pèse plus lourdement sur l'acquéreur professionnel (on retrouve implicitement l'application de la théorie du *cheapest cost avoider*) car il est censé être en mesure de découvrir les choses qu'il achète. Il est aussi imposé à l'acquéreur profane, tenu de se livrer à un examen normalement attentif de la chose <sup>(29)</sup>. De même la troisième chambre civile a décidé en matière immobilière que « l'acquéreur n'est pas tenu de procéder à des investigations pour pallier l'insuffisance d'information données par le vendeur » <sup>(30)</sup>.

La jurisprudence conduit également à exiger du vendeur qu'il informe son acquéreur de l'ensemble des informations dont il a connaissance et qui pourraient influencer sur l'acte d'achat mais aussi de faire rechercher les vices par un professionnel présentant des garanties de compétence. On voit ainsi que pour le droit, et en particulier dans le

domaine immobilier, l'obligation d'informer n'est pas limitée aux informations disponibles sans coût de recherche.

Dans un domaine autre, celui de l'information des actionnaires, on montre aisément que la réduction des asymétries d'information entre dirigeants (*insiders*) et actionnaires externes, permet d'améliorer le financement de l'entreprise à travers l'émission d'actions ou de dettes et réduit son coût du capital et les risques de délit d'initié. Mais en même temps, on observe des résistances importantes à la divulgation qui ne sont pas toutes dues à la volonté des dirigeants de bénéficier d'avantages par rapport aux actionnaires externes. On évoque les coûts générés par des obligations trop tatillonnes mais aussi les biais engendrés en faveur d'informations biaisées par le risque d'une orientation court termiste <sup>(31)</sup> qui peut, dans certains cas, obscurcir et cacher derrière les détails réglementaires, les informations importantes.

16. L'approche par le test de Kronman est donc insuffisante. Il existe un point d'accord sur les points suivants :

- Obligation de divulguer pour corriger une conception erronée chez le cocontractant dès lors que l'information est disponible car les contrats passés sur la base d'une information complète ont des meilleures chances d'être efficaces collectivement et d'éviter des gaspillages de ressources. Cela s'applique notamment lorsque le détenteur de l'information est lui-même expert en la matière (œuvre d'art par exemple). C'est notamment le cas des vices cachés.

- Mais cette obligation ne doit pas limiter la recherche dans des informations utiles, impliquant des coûts. De ce fait, on considère que l'information coûteuse à obtenir appartient, dans le cas général, de manière privative à celui qui l'a recherchée.

De ce fait, l'obligation de divulguer est donc limitée au cadre suivant :

- il faut qu'il y ait asymétrie d'information entre les parties ;

- que la partie avantagée puisse tirer profit aux dépens de l'autre ;

- de manière significative, dépassant un certain seuil de gravité ;

- il ne faut pas que la recherche d'informations engendre des coûts.

Le niveau d'information à divulguer doit être décidé en fonction d'une analyse coûts avantages à la fois du point de vue individuel et collectif et, en fonction des effets qu'une règle de droit spécifique peut avoir sur le fonctionnement des marchés.

Il existe cependant, au moins en *Common law*, et entre parties sophistiquées, une limite à l'obligation de loyauté

(25) « Celui qui peut au moindre frais réduire ou éviter les coûts », cf. G. Calabresi, *The cost of accidents : a legal and economic analysis*, New Haven Yale University Press, 1970. Pour Calabresi, le système optimal de responsabilité quasi-délictuelle est celui qui minimise la somme des coûts des accidents et des précautions pour les éviter, y compris les coûts administratifs judiciaires. Il conduit à faire supporter la charge des précautions à l'agent pour lequel il est le moins élevé.

(26) Kronman Anthony T., *Mistake disclosure, information and the law of contract*, Journal of legal studies, 1978, p. 1-34.

(27) Rapp. C. Cass., Obligation d'information et contrat, 2010.

(28) C. Cass. 2010, *op. cit.*, note n° 27.

(29) C. cass., *op. cit.*, p. 12.

(30) Cass. 3<sup>e</sup> civ., 25 oct. 2006, n° 05-17115.

(31) B. Hermalin et M. Weisbach, *Information Disclosure and Corporate Governance*, The Journal of Finance, vol. 67, issue 1, febr. 2012, p. 195-233.

ou de bonne foi car des parties sophistiquées sont mieux informées que les tribunaux pour interpréter leurs obligations et peuvent vouloir éviter de subir l'aléa de l'interprétation du juge et demander à ce que le contrat soit interprété littéralement sans prendre en compte les incidences éventuelles qu'entraîneraient des interprétations opérées par le juge et basées sur la bonne foi.

17. Après avoir analysé dans quelle mesure l'analyse économique du droit pouvait nous éclairer sur le contenu des comportements loyaux à travers la divulgation d'informations, il est souhaitable de s'interroger sur les modes de réparation optimaux, du point de vue de l'analyse économique, c'est-à-dire susceptibles à la fois de réparer les préjudices subis par les victimes et d'inciter les parties à avoir des comportements efficients.

Cette analyse sera menée dans le cadre de deux domaines particuliers, celui de l'information trompeuse et celui de la réticence dolosive où une partie obtient le consentement de l'autre en lui cachant intentionnellement une information déterminante pour sa décision.

### III. RÉPARATION OPTIMALE DES COMPORTEMENTS DÉLOYAUX

18. Deux notions s'opposent : réparer les conséquences pour la victime et dissuader l'auteur des comportements d'être déloyal.

Pour que le système de réparation soit efficace au niveau collectif, c'est-à-dire dissuasif, il faut que l'auteur du comportement déloyal ait à payer à la victime à la fois plus que les avantages qu'il en a tiré et que les inconvénients qu'il lui a fait subir.

Par contre, si c'est le cas inverse, le système de réparation sera inefficace. On va examiner une application particulière : la réticence dolosive qui se caractérise par une omission volontaire par une personne d'un fait qu'elle a obligation de révéler et qui constitue comme le dol, une cause de nullité du contrat dès lors que sans cette manœuvre l'autre partie n'aurait pas contracté (C. civ., art. 1116), c'est-à-dire qu'il y avait réellement une intention de tromper (le projet de réforme *Catala* parle d'ailleurs de « dissimulation intentionnelle »).

Selon la demande de la victime, l'indemnisation peut comporter l'annulation du contrat ou l'octroi de dommages et intérêts ou les deux du fait du caractère délictuel de la faute.

Lorsque l'annulation n'est pas possible, par exemple dans le cas d'une cession d'entreprise dont le prix payé a été faussé du fait des manœuvres mais qui a ensuite été intégrée et ne peut être restituée, on se trouve limité aux dommages et intérêts. Ils peuvent résulter de ce fait, non plus de la responsabilité contractuelle mais délictuelle au titre des articles 1382 et 1383 du Code civil. Il en est de même si la victime s'appuie sur la notion de dol incident, c'est-à-dire celui sans lequel le contractant se serait quand même

engagé dans le contrat mais à des conditions différentes, par exemple à un prix plus intéressant. Le dol incident permet au cocontractant trompé, non seulement de demander l'annulation mais aussi d'obtenir des dommages et intérêts, c'est-à-dire en fait une diminution du prix convenu <sup>(32)</sup>.

19. Au niveau de l'information tout d'abord, la Cour de cassation consacre le principe selon lequel, si la victime avait la possibilité, en se renseignant davantage, d'obtenir l'information cachée, il ne peut y avoir vice du consentement <sup>(33)</sup>. Cette approche montre bien où se situent les limites à la divulgation d'informations. Elle s'applique notamment à des données comptables que l'acquéreur peut obtenir et analyser par lui-même dès lors qu'il est un professionnel avisé.

En matière de prévisions financières, on a pu juger que les prévisions financières doivent refléter toute l'information disponible pour le vendeur à la date à laquelle elles sont réalisées mais qu'il n'y a pas d'obligation de transmettre toute l'information si l'acheteur est informé de l'existence de l'information et n'en a pas fait la demande et cela d'autant plus si ces informations prévisionnelles ne font pas l'objet d'une garantie de la part du vendeur.

Dans le même ordre d'idée, si des informations financières sont demandées par l'acheteur, car elles sont importantes pour son analyse et pas directement appréhendables dans les comptes, elles devront, si elles sont demandées de manière précise, être communiquées, sans ambiguïté, ce qui traduirait une volonté de tromperie (exemple : l'impact des effets de change sur les performances opérationnelles d'une entreprise qui ne seraient pas en lecture directe et seraient susceptibles de fausser l'appréciation du résultat récurrent de l'entreprise).

De même, a été considéré comme une réticence dolosive, le fait par le vendeur d'avoir caché des accords impliquant son avenir (notamment le fait pour le vendeur d'avoir assuré qu'il ne serait plus concurrent de la cible).

Les obligations d'information ne pèsent en général pas sur l'acheteur <sup>(34)</sup>. Ceci est inexact lorsque l'acheteur est lui-même dirigeant et principal actionnaire et cessionnaire comme ce fut le cas dans l'arrêt du 27 février 1996 <sup>(35)</sup>. Acquéreur des parts d'un autre associé, il est tenu d'informer des événements susceptibles d'influencer sur la valeur de leurs parts et en particulier du prix qu'il va retirer de la vente des parts qu'il acquiert. La Cour de cassation va décider que sa responsabilité relève de la réticence dolosive. Dans le prolongement de cette jurisprudence, la cour d'appel de Paris a considéré que la dissi-

(32) Cf. D. Lucas Dubourg, *Jurisdixit*, 28 mai 2008.

(33) Cass. 1<sup>re</sup> civ., 13 nov. 2008, n° 07-19688 : affaire du chat Mephisto dont le vendeur avait caché une maladie mais pour lequel l'acquéreur pouvait se renseigner.

(34) Cass. 3<sup>e</sup> civ., 3 mai 2000, n° 98-11381 (l'acheteur n'a pas à informer le vendeur de la valeur exacte de la chose vendue).

(35) Cass. com., 27 févr. 1996, n° 94-11241.

mulation par le dirigeant de sa décision d'introduire sa société en bourse constituait une réticence dolosive sans laquelle le cédant n'aurait manifestement pas consenti à la cession aux conditions prévues. L'acquéreur a dû indemniser le cédant de la chance qu'il avait perdue, s'il avait connu la prochaine introduction en bourse, de négocier différemment la cession de ses parts, étant précisé qu'il ne pouvait être tenu pour acquis que le dirigeant aurait accepté une telle négociation dès lors que la participation minoritaire détenue par le cédant pouvait ne pas être un obstacle majeur à ses projets (allocation de 1,57 million d'euros de dommages et intérêts au lieu de 2,7 millions d'euros demandés) <sup>(36)</sup>. On voit en l'espèce, qu'il n'est pas demandé la nullité mais uniquement la mise en jeu de la responsabilité délictuelle sur la base de l'article 1382 du Code civil. Il ne peut en effet pas être reproché au cédant de ne pas demander l'annulation de la promesse de vente mais uniquement des dommages et intérêts en réparation du préjudice subi, postérieurement à la réalisation de la vente. Cependant, la sanction prononcée par rapport à de tels manquements, si elle ne consiste pas en l'annulation de l'opération, se traduira uniquement par une perte de chance.

20. La jurisprudence apporte une même réponse à travers la perte de chance qu'il s'agisse de réticence dolosive ou de faute intentionnelle des dirigeants consistant en la diffusion d'informations trompeuses ayant conduit à l'acquisition ou la conservation de titres émis dans le public.

Dans le premier cas de réticence dolosive, on évoquera le pourvoi formé par GLS SA dans le litige l'opposant à la SA Parsys à la suite d'une décision de la cour d'appel de Paris qui avait confirmé une sentence arbitrale et qui avait reconnu une réticence dolosive de GLS du fait de sa dissimulation de contrelettres, lors de la vente par elle de la société EFSI à Parsys. Ces contrelettres avaient été consenties par EFSI à certains de ses locataires afin de leur permettre d'acquérir le matériel loué à un prix résiduel avantageux en fin de contrat. La cour d'appel avait reconnu à Parsys la perte de chance d'obtenir les gains attendus de l'acquisition des actions d'EFSI en raison de ces contrelettres. La Cour de cassation va dire que le préjudice ne peut « résulter que de la perte d'une chance de ne pas contracter ou de contracter à des conditions plus avantageuses que celles qu'a acceptées la société Parsys et non de la perte d'une chance d'obtenir les gains attendus par elle qu'interdisaient les contrelettres litigieuses, même si elles n'avaient pas été dissimulées » (ce qu'avait retenu la cour d'appel). « La cour d'appel a replacé la société Parsys dans une situation qui n'aurait jamais pu exister même en l'absence de réticence dolosive de la société GLS » <sup>(37)</sup>.

(36) « Cession de parts sociales : réticence dolosive de l'acquéreur » 2003, Editions Francis Lefebvre, p. 1. [www.efl.fr/efl/actu/documents/info/br5782i001.htm](http://www.efl.fr/efl/actu/documents/info/br5782i001.htm)

(37) Cf. Cass. com., 25 mars 2010, n° 09-12895.

Dans le deuxième cas d'informations trompeuses, relatif à des investissements et à la conservation de titres émis dans le public, à la suite de fausses informations diffusées par les dirigeants, la Cour de cassation a considéré que le préjudice résulte d'une faute des dirigeants (C. com., art. 225-251) et que le fait que les actionnaires aient été incités à investir dans les titres émis par la société et à les conserver en raison des fautes commises par les dirigeants constituait un préjudice personnel et direct, distinct de celui subi par la société et donc distinct de la perte de valeur des titres. De ce fait, le préjudice personnel des actionnaires ne saurait s'analyser que comme une perte de chance.

L'hypothèse de l'annulation ne se pose pas car les manœuvres n'ont pas été la cause directe de l'investissement et seule l'indemnisation peut être invoquée. Le préjudice va être analysé comme « la perte de chance d'investir ses capitaux dans un autre placement ou de renoncer à celui déjà réalisé ». La Cour de cassation considère que la cour d'appel n'a pas respecté le texte de l'article L. 225-252 du Code de commerce en considérant que « le préjudice des actionnaires de la société ne s'analysait pas en la perte d'une chance d'investir ailleurs leurs économies dès lors qu'il est au minimum de l'investissement réalisé ensuite des informations tronquées portées à leur connaissance » <sup>(38)</sup>.

21. La question se pose alors de savoir si le préjudice de perte de chance permet d'assurer une indemnisation efficace des demandeurs. La perte de chance reconnue est considérée comme certaine. Reste à en évaluer la valeur et la probabilité de sa réalisation, c'est là que les difficultés commencent car il existe en fait deux et non pas un seul aléa.

• L'aléa actif ou de décision : quelle aurait pu être la décision alternative ?

Cette décision dépend de nombreux facteurs qui sont notamment la possibilité de négocier à un prix différent avec le cocontractant en fonction des rapports de force existant entre eux.

Dans le cas classique de l'avoué qui oublie de déposer le dossier d'appel, il n'y a pas d'aléa de décision puisque rien ne s'opposait à ce qu'il le dépose dans les temps.

Dans le cas de l'arrêt du 9 mars 2010 où le préjudice résulte d'informations inexacts, on peut considérer que les investisseurs connaissant la nature inexacte des informations, auraient à coup sûr investi dans des actions alternatives. Par contre, dans le cas de réticence dolosive, on n'est jamais certain que le cocontractant aurait accepté de négocier à un prix différent mais il est aussi certain que face à un refus de négocier, l'investisseur averti se serait reporté sur un autre projet.

(38) Cf. Cass. com., 9 mars 2010, n° 08-21793.

À titre d'exemple dans l'arrêt du 18 décembre 2008 <sup>(39)</sup>, la Cour relève que le préjudice ne peut être égal à la différence entre le prix auquel ils ont cédé et le prix d'acquisition car il n'est pas certain que s'ils avaient été pleinement informés, ils auraient conservé leurs actions et que même dans ce cas il n'est pas sûr que l'acquéreur aurait accepté de les racheter au même prix.

Dans le cas de l'investissement boursier, comme l'est l'exemple de l'arrêt du 9 mars 2010, on peut considérer qu'il est cependant relativement facile de déterminer un échantillon de titres côtés comparables dans lesquels l'investisseur aurait pu réinvestir.

• L'aléa passif ou de valorisation : quelle aurait été la valeur normale de la chose acquise en l'absence de faute ?

Dans le cas classique de l'appel oublié, l'aléa consiste en la probabilité de gain dans le procès.

Dans le cas plus général, il s'agit de la valeur qu'aurait pris l'autre placement. Il suffit alors de suivre l'évolution de l'échantillon alternatif, qui sert de substitut, et d'apprécier sa performance durant la période considérée (entre la date d'acquisition et la revente ou la radiation de la cote dans le cadre de l'arrêt du 9 mars 2010). Reste néanmoins la difficulté consistant à noter qu'en l'absence de défaillance (comme dans l'arrêt du 9 mars 2010) ou de revente, on n'a pas de date de référence pour arrêter le préjudice. Si on fait l'hypothèse de la renonciation à l'investissement, on est ramené au cas de l'annulation et il suffit alors d'actualiser la valeur pour tenir compte des variations de l'unité monétaire.

Or, quand on analyse les décisions effectivement prises, comme celles relatives aux arrêts du 17 octobre 2008 <sup>(40)</sup> ou du 14 septembre 2007 <sup>(41)</sup>, on constate que les indemnités allouées sont définies indépendamment des pertes subies à des niveaux représentant entre 10 et 15 % des pertes subies, ce qui revient à supposer que l'aléa de décision est estimé à 15 % sans aucune justification, « pour tenir compte de l'aléa propre à tout investisseur boursier ».

On peut alors s'interroger sur la capacité de la perte de chance à assurer une indemnisation efficace. Sa mise en œuvre est selon nous, le plus souvent trop prudente, imprécise et peu scientifique, même si certains auteurs <sup>(42)</sup> considèrent qu'il s'agit d'un progrès dès lors que « l'information est clairement présentée comme une chance et que la diffusion d'informations erronées soit considérée comme la perte d'une chance » et que de plus cette démarche permet d'éviter d'avoir à faire des appréciations au cas par cas et de s'interroger pour chacun des investisseurs sur ses motivations, sa date d'entrée et sa date de sortie.

22. En fait, plutôt qu'un amalgame entre les différentes situations particulières, conduisant à des estimations forfaitaires à la baisse, il conviendrait de réaliser des analyses plus précises en distinguant les deux types d'aléas décrits plus haut et en donnant des valeurs séparément à chacun d'eux.

L'aléa de décision consiste à définir ce qu'aurait été la décision alternative et sa probabilité. Le cas le plus difficile est celui où l'on doit préjuger de la volonté de la partie adverse de négocier à un prix différent. Dans le cas d'un autre investissement, dit alternatif, on a vu que trouver un échantillon de sociétés cotées alternatives est le plus souvent possible. Cependant un échantillon diversifié est moins risqué qu'un investissement isolé. On pourra de ce fait appliquer un abattement sur la performance de l'échantillon de comparaison pour tenir compte de cette différence de risque mais cet abattement devra être minime.

L'aléa de valorisation consiste à examiner la performance de l'échantillon alternatif ou de celui de l'échantillon de comparaison. Sur une période passée, cette performance peut-être constatée jusqu'à la date du jugement. Arrêter la date à celle la plus proche du jugement ne nous paraît pas constituer une difficulté puisque chaque investissement peut-être considéré comme réitéré chaque jour.

Si on se place *ex ante*, c'est-à-dire au jour de la décision, la théorie financière considère que l'on peut replacer la victime dans une situation équivalente en considérant qu'il a investi dans un actif sans risque, c'est-à-dire sans chance ni de gain ni de perte. Il se verrait alors restituer son investissement initial augmenté du taux légal. Mais lorsqu'on se place au jour du jugement, cette solution est inadaptée dès lors que les marchés ont soit fortement baissé soit monté. De ce fait, lorsqu'on se place *ex post*, c'est-à-dire après coup, on doit nécessairement se référer à la méthode de l'échantillon alternatif de comparaison pour suivre la performance effective d'un investissement comparable. L'analyse financière permet aujourd'hui de déterminer quel a été l'impact de cette information litigieuse sur le prix à l'achat et à la vente. Par contre si la vente a eu lieu avant la correction de l'information, le préjudice ne sera pas constitué <sup>(43)</sup>.

23. Dans ce contexte, quel est le regard de l'analyse économique sur l'efficacité des réparations des comportements déloyaux ?

(43) Cf. N. Spitz, « La réparation des préjudices boursiers », Revue Banque, nov. 2010. Notre analyse recoupe celle proposée par cet auteur qui oppose le préjudice de condition dans lequel « l'information fautive ou inexacte a eu un effet sur la façon dont la victime a réalisé l'investissement ou le désinvestissement. Le préjudice ne sera constitué que si l'investisseur a acquis l'action après communication de l'information litigieuse et vendu après correction de l'information.

L'autre catégorie, dite préjudice de décision, résulte de l'influence qu'a pu avoir l'information sur le comportement de l'investisseur. Il faut alors déterminer comment celle-ci a été faussée et quels auraient été les gains qu'il aurait pu réaliser s'il avait pu prendre connaissance de l'information exacte et adopter un autre comportement. Il est clair que ce deuxième cas est beaucoup plus délicat à estimer que le premier.

(39) Cf. CA Paris, 3<sup>e</sup> ch., sect. B, 18 déc. 2008.

(40) CA Paris, 17 oct. 2008.

(41) CA Paris, 14 sept. 2007.

(42) Cf. S. Schiller, « L'indemnisation du préjudice de l'actionnaire en cas de diffusion d'une information erronée », Dr. sociétés, n° 8, août 2009, p. 6.

On a montré que la loyauté avait des effets économiques positifs. Elle constitue de ce fait un bien collectif qui doit être préservé en tant que tel et les situations déséquilibrées avec violations graves doivent donner lieu à des réparations ayant une dimension incitative, même sans aller jusqu'aux dommages punitifs.

Les sanctions peuvent être endogènes, de type réputationnel (v. notamment l'exemple de la notation des vendeurs sur *eBay*) : l'agent déloyal se voyant privé de possibilités d'exercer des transactions mais ce système ne fonctionne qu'à l'intérieur de groupes fermés. Elles doivent surtout être efficaces, c'est-à-dire éliminer non seulement le gain réalisé mais aussi anticipé par l'auteur du préjudice et ne pas se limiter à la perte de chance pour la victime lorsque ce gain lui est très supérieur.

L'atteinte aux droits ne doit pas générer de profits indus. En théorie, la réparation intégrale de la victime devrait correspondre, dans le cas de la réticence dolosive, à la restitution des gains illicites engendrés par le comportement déloyal dès lors que ce qui a été gagné par l'un a été perdu par l'autre. On constate cependant, dans la pratique des tribunaux que la perte de chance conduit très souvent, à sous-estimer les dommages du fait du caractère arbitraire du choix du coefficient de probabilité.

La réparation, à l'aide du concept de perte de chance n'aboutit pas seulement à donner moins à la victime que la valeur de la chance perdue si elle s'était réalisée mais aussi de lui donner autre chose puisqu'elle vise à replacer les parties dans une situation où le contrat n'aurait pas été réalisé dans les conditions préjudiciables où il l'a été. En effet, ce qu'illustrent les décisions évoquées, c'est qu'il ne s'agit pas tant de réparer les effets subis du fait des actions constitutives de réticence dolosive ou entachées d'informations inexacts puisque ces effets sont ce qu'ils sont et ne peuvent être annulés, mais de permettre *a posteriori* au contractant de revoir ses conditions d'entrée dans le contrat : soit de l'annuler en réalisant un autre investissement, soit de les renégocier.

Peut-on alors parler de réparation intégrale avec la perte de chance ? De manière purement casuistique, on peut dire que si le préjudice est une perte de chance, sa réparation intégrale consiste à réparer la perte de chance et rien de plus c'est-à-dire pas la valeur de la chance si elle s'était réalisée. En effet la réparation intégrale consiste à replacer la victime dans la situation où elle se serait trouvée si l'acte dommageable n'avait pas eu lieu<sup>(44)</sup>. Or réparer la chance perdue ne correspond pas à remettre la victime dans la situation où il n'y avait pas eu de préjudice et le contrat s'était déroulé normalement.

Comme il a été indiqué plus haut, si le contrat a été conclu avec réticence dolosive, la victime pourra en demander

l'annulation ou bien se limiter à l'indemnisation de son préjudice sans en demander l'annulation.

L'annulation des effets du contrat (ou *reliance damages* en *Common law*) du fait d'un comportement fautif d'une partie, consiste à restituer à l'acheteur ce qu'il a payé au total (cela comprend ses dépenses propres et ce qu'il a donné à l'autre) et à replacer la partie qui a subi un dommage dans la situation où elle se serait trouvée si le contrat n'avait pas été conclu.

Si on se situe en dehors de l'hypothèse d'annulation, on ne pourra alors pas en supprimer tous les effets négatifs et restituer à la victime les bénéfices qu'elle aurait obtenus si le contrat avait été correctement exécuté comme c'est le cas avec la réparation intégrale des préjudices ou avec les *expectation damages* de la *Common law* qui comprennent les gains attendus de la bonne exécution du contrat et dans le contexte quasi délictuel, l'effacement des pertes et la restitution des manques à gagner<sup>(45)</sup>. On sait par ailleurs que la limite à ce système d'indemnisation en fonction des attentes, réside dans la nécessité de se demander ce qui se serait passé avec une certitude raisonnable afin d'éviter les indemnités trop spéculatives.

“ On ne peut qu'inviter le juge malgré sa liberté souveraine dans la fixation des dommages et intérêts à définir des directives d'évaluation plus précises ”

On ne pourra donc réparer que les occasions manquées. On est plus près des restitution damages de la *Common law*, comprenant à la fois les dépenses engagées et la valeur des occasions perdues ou des coûts d'opportunité. Les dommages et intérêts représentent « la valeur de la chance perdue et non celle de l'avantage qu'aurait procuré cette chance si elle s'était réalisée » et ces dommages sont évalués en tenant compte de la probabilité de réalisation de la chance perdue<sup>(46)</sup>. L'indemnisation de la perte de chance conduit donc à une indemnité inférieure à ce qui correspondrait à la réparation intégrale de la perte des avantages associés à la chance perdue ou encore les *expectations damages* car le risque ayant été encouru, il ne peut être annulé (notamment dans le cas de l'investissement boursier).

En particulier dans le cas de l'arrêt du 9 mars 2010, la Cour de cassation a cassé la décision de la cour d'appel qui proposait de restituer à la victime le montant investi ou la perte directement liée à l'agissement déloyal, c'est-à-dire la perte de valeur de l'investissement dans lequel il

(44) G. Viney, P. Jourdain, *Les effets de la responsabilité*, LGDJ, 2001, 2<sup>e</sup> éd., p. 112.

(45) Cf. notamment pour l'analyse économique des réparations : B. Hermalin, Avery W. Katz et R. Craswell, *The hand book of law & Economics, Chapter on the law and Economics of contract*, juin 2006, p. 94-123.

(46) Y.-M. Laithier, *Étude comparative des sanctions de l'inexécution du contrat*, LGDJ, p. 429, § 333.

a été investi, sous prétexte qu'en investissant, on prend des risques. Mais dès lors qu'il n'a pas été possible d'investir loyalement, pourquoi au minimum ne pas annuler l'effet de l'agissement déloyal puisqu'une faute délictuelle a été reconnue ? C'est au nom d'une éventuelle perte potentielle que l'investisseur avait accepté de supporter en investissant en bourse qu'il se voit privé non seulement de tout gain potentiel mais également de la possibilité de l'annulation. En fait dans ce type de situation, le juge considère que l'information mensongère n'a pas été la seule cause de la décision d'investir et de ce fait sa réparation ne peut entraîner l'annulation de la décision. Il va donc introduire une modération dans le calcul des dommages.

Dans ces conditions, pour compenser le risque de perte que la jurisprudence considère que l'investisseur doit supporter, il faut s'assurer qu'il ne soit pas aussi privé d'une chance de gain. Pour cela, on ne peut faire l'économie d'explorer ce qu'auraient été les performances d'un investissement alternatif de même nature à travers l'analyse d'un échantillon d'investissements comparables et définir l'indemnité à partir des performances de cet investissement alternatif pondérées par la probabilité de le trouver.

On ne peut donc qu'inviter le juge malgré sa liberté souveraine dans la fixation des dommages et intérêts à définir des directives d'évaluation plus précises non seulement au plan des principes mais aussi des méthodes afin d'éviter les annulations que l'on a connues ces dernières années.

Il existe certes, une ambiguïté à lever : l'indemnité sanctionnant la déloyauté n'est pas la valeur du comportement loyal même probabilisée car en dehors de l'hypothèse d'annulation, qui ne peut être envisageable que pour le dol, cette indemnité ne peut représenter que la valeur probabilisée de l'opportunité alternative dont il faudra démon-

trer à la fois l'existence et la probabilité d'y recourir. Cette opportunité consiste soit en la renégociation des conditions d'entrée ou du prix, soit dans la solution alternative elle-même qui pourrait dans l'absolu avoir un rendement attendu proche de l'hypothèse correspondant au comportement sans déloyauté. C'est le cas pour l'investissement boursier pour lequel on a pu définir un substitut d'où l'ambiguïté du raisonnement : ce n'est pas la valeur de la chance perdue mais ça s'en approche. À une différence près, la prise en compte de la probabilité d'existence de cette solution alternative.

L'abattement forfaitaire au titre de l'aléa de décision doit être mieux justifié car si en matière de réticence dolosive, la probabilité risque d'être faible du fait de l'incertitude de la décision du cocontractant, il n'en est pas de même en matière boursière où cet aléa est quasi inexistant du fait de l'existence d'investissements alternatifs acceptables pour la victime et auxquels l'auteur du dommage n'a pas de motif de s'opposer.

Il y a donc deux domaines sur lesquels doivent porter les efforts de justification : la probabilité associée à l'aléa décisionnel en fonction des forces en présence et de leurs intérêts objectifs et la définition et la valorisation des opportunités alternatives dans le contexte précis de la négociation. La première étape est la plus délicate car la plus difficile à objectiver et c'est bien pourquoi le juge se garde le plus souvent de motiver son raisonnement et se réfugie derrière son pouvoir souverain. On ne pourra qu'inviter les parties à mieux argumenter sur la définition de cette probabilité. La deuxième étape est plus classique dans l'évaluation des préjudices mais n'en demande pas moins une analyse précise et circonstanciée de la valeur des opportunités perdues. ●

# Gazette du Palais

TRIMESTRIELLE

MERCREDI 23, JEUDI 24 MAI 2012

132<sup>e</sup> ANNÉE

N<sup>os</sup> 144 à 145

PROFESSIONNELLE GÉNÉRALISTE

**SPÉCIALISÉE**

## LOYAUTÉ ET IMPARTIALITÉ EN DROIT DES AFFAIRES

Colloque

organisé par l'Association Droit et Commerce

Deauville (31 mars et 1<sup>er</sup> avril 2012)

Direction scientifique :

Dominique SCHMIDT

Président d'honneur

de l'Association Droit et Commerce

Avocat au barreau de Paris



### JOURNAL SPÉCIAL DES SOCIÉTÉS

CETTE PUBLICATION COMPORTE 3 CAHIERS :

CAHIER 1 RÉDACTIONNEL P. 1 à 88 RÉDACTION : 33, RUE DU MAIL 75081 PARIS CEDEX 02 / TÉL. 01 56 54 16 00 / FAX 01 56 54 57 50 / COURRIEL [redactiongp@lextenso-editions.fr](mailto:redactiongp@lextenso-editions.fr)  
ABONNEMENTS : 33, RUE DU MAIL 75081 PARIS CEDEX 02 / TÉL. 01 56 54 42 10 / FAX 01 56 54 42 11 / COURRIEL [abonnementgp@lextenso-editions.fr](mailto:abonnementgp@lextenso-editions.fr)

CAHIER 2 ANNONCES LÉGALES DU JOURNAL SPÉCIAL DES SOCIÉTÉS [LE NOMBRE DE PAGES FIGURE DANS LE SOMMAIRE DU CAHIER 3] 8, RUE SAINT AUGUSTIN 75080 PARIS CEDEX 02  
INSERTIONS : TÉL. 01 47 03 10 10 FAX 01 47 03 99 00 ET 01 47 03 99 11 / FORMALITÉS : TÉL. 01 47 03 10 10 FAX 01 47 03 99 55 / SERVEUR INTERNET JSS : <http://www.jss.fr>

CAHIER 3 ANNONCES LÉGALES DE LA GAZETTE DU PALAIS [LE NOMBRE DE PAGES FIGURE AU SOMMAIRE DE CE CAHIER] : 12, PLACE DAUPHINE 75001 PARIS STANDARD : 01 44 32 01 50  
INSERTIONS : TÉL. 01 44 32 01 50 FAX 01 40 46 03 47 / FORMALITÉS : TÉL. 01 44 32 01 70 FAX 01 43 54 79 17