

NOVEMBRE 2014

RAPPORT

L'ÉVALUATION DU PRÉJUDICE FINANCIER DE L'INVESTISSEUR DANS LES SOCIÉTÉS COTÉES



L'ÉVALUATION DU PRÉJUDICE FINANCIER DE L'INVESTISSEUR DANS LES SOCIÉTÉS COTÉES

RAPPORT DU CLUB DES JURISTES

NOVEMBRE 2014



Composition de la Commission

Présidents :

André LEVY-LANG

Professeur associé émérite à l'Université Paris-Dauphine,
Président du Conseil de surveillance du quotidien Les Échos

Daniel TRICOT

Président honoraire de la Chambre commerciale, financière
et économique de la Cour de cassation, Arbitre et Médiateur (DTAM)

Rapporteur :

Julie KLEIN

Professeur de droit à l'Université de Rouen

Membres :

Christophe CLERC

Avocat, Pinsent Masons

Jacques DARMON

Président de chambre au Tribunal de commerce de Paris

François FUNCK-BRENTANO

Associé-gérant, Lazard

Jean-Pierre LABROUE

Directeur juridique Groupe, Solvay

Maurice NUSSENBAUM

Président fondateur de Sorgem Evaluation,
Professeur à l'Université Paris Dauphine

Christophe PERCHET

Avocat associé, Davis Polk and Wardwell

Olivier PERONNET

Président fondateur de FINEXSI
Expert-comptable, Commissaire aux comptes

Caroline RUELLAN

Maître de conférences, Professeur à l'École des mines de Paris,
LLM Harvard Law School

Secrétaire de la Commission :

Jérôme CHACORNAC

Maître de conférences à l'Université Paris II (Panthéon-Assas)

Table des matières

Introduction	9
1^{ÈRE} PARTIE :	
La réparation du préjudice financier de l'investisseur dans la jurisprudence	18
I. Exposé des solutions retenues	18
A. Le droit commun de la réparation du préjudice	19
1. Le principe de la réparation intégrale du préjudice	19
2. L'appréciation souveraine par les juges du fond	25
B. La réparation du préjudice financier de l'investisseur	25
1. L'admission du préjudice de conservation	27
2. La réparation de la seule perte de chance	29
3. L'évaluation de la perte de chance :	
le caractère forfaitaire de l'indemnisation	34
II. Critique des solutions retenues	40
A. La critique du recours à la perte de chance	40
1. La limitation de l'assiette du préjudice réparable	41
2. L'arbitraire dans l'établissement du lien causal	43
3. L'absence d'individualisation des situations	45
B. La critique du caractère forfaitaire de l'indemnisation	48
1. L'atteinte au principe de la réparation intégrale du préjudice	48
2. La méconnaissance du fonctionnement du marché boursier	51

2^{ÈME} PARTIE :

La proposition d'une nouvelle méthodologie de calcul du préjudice financier de l'investisseur 53

I. L'identification des préjudices réparables..... 53

A. Les différents types de préjudice..... 54

1. La perte de valeur..... 54

2. La perte d'une opportunité spécifique d'investissement..... 56

B. La typologie des préjudices de perte de valeur..... 58

II. L'adoption d'une méthode de valorisation du préjudice réparable.... 63

A. Le choix d'une méthode objective 63

B. Le recours à l'étude d'évènements 64

1. L'exemple du droit américain 64

2. L'application des études d'évènements..... 71

3^{ÈME} PARTIE :

La mise en œuvre de la nouvelle méthode de calcul du préjudice financier de l'investisseur 75

I. Les difficultés liées au coût de la méthode envisagée..... 77

II. Les difficultés liées à la compétence des magistrats en matière financière81

Annexe 1

Les principales propositions de la Commission 83

Annexe 2

Personnes auditionnées..... 85

Annexe 3

Aperçu des actions en responsabilité en droit boursier américain..... 86

Le présent rapport est le fruit des réflexions d'une Commission *ad hoc* interdisciplinaire du Club des juristes regroupant des spécialistes dans les matières juridiques et financières, qui s'est réunie à de nombreuses reprises entre mai 2013 et mai 2014.

La Commission a émis les propositions figurant dans le présent rapport en vue d'assurer un meilleur traitement contentieux, devant les juridictions judiciaires, des demandes d'indemnisation des préjudices subis par les actionnaires de sociétés cotées, à la suite de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses.

Si l'ensemble des propositions présentées procèdent d'un consensus majoritaire qui s'est dégagé autour de chacune d'elles au fil des réunions de travail, il convient toutefois de préciser que le rapport dans son intégralité ne constitue nullement une doctrine unanime et n'engage individuellement aucun des membres de la Commission.

Ces propositions, qui appellent essentiellement à une évolution de la jurisprudence et à l'introduction de méthodes d'évaluation rigoureuses du préjudice financier de l'investisseur, constituent avant tout des pistes de réflexion destinées à être largement diffusées, discutées et, espérons-le, suivies d'effet.

Le rapport est ainsi construit autour d'une proposition principale et d'éléments de nature à en permettre la mise en œuvre :

- > la principale proposition du rapport consiste à préconiser une méthode claire et prévisible d'évaluation du préjudice subi par l'investisseur au lieu de recourir à la notion de perte d'une chance à laquelle les juges se réfèrent actuellement ;
- > pour sa mise en œuvre, cette proposition s'accompagne de propositions concernant :
 - le recours à l'expertise ;
 - la compétence des magistrats en matière financière ;
 - la promotion de modes alternatifs de résolution des litiges.

Introduction

1.- Le problème de l'indemnisation du préjudice des investisseurs à la suite de la diffusion d'informations fausses est apparu de façon relativement récente dans la jurisprudence. Ce n'est qu'au début des années 1990 qu'ont été rendues les premières décisions relatives à la détermination et à l'évaluation du préjudice réparable : en 1991, la Cour de cassation a ainsi reconnu le principe de l'existence d'un préjudice résultant d'un délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses¹.

Si les litiges relatifs au préjudice résultant de la diffusion de fausses informations sont encore peu nombreux en France², le contentieux s'est toutefois multiplié et la teneur des solutions a connu une évolution notable au cours des vingt dernières années. La complexité de la matière financière et plus spécialement des conditions dans lesquelles l'information destinée au marché s'intègre dans la formation des cours entraîne nécessairement des interrogations et des difficultés quant à la mise en œuvre des règles du droit commun de la responsabilité civile.

(1) Cass. crim., 5 nov. 1991, n° 90-82.605, *Bull. crim.*, n° 394 : aff. *Société industrielle et financière Bertin*, *Rev. soc.* 1992, p. 91, note B. Bouloc ; *D.* 1992, *IR.* 13. Pour casser l'arrêt de la chambre d'accusation ayant déclaré irrecevable la constitution de partie civile de la requérante, la chambre criminelle avait retenu, au visa des articles 2 et 3 du Code de procédure pénale, que « *la SIFB faisait état de ce que le bilan qu'elle critiquait avait servi de base à l'évaluation des actions qu'elle était sur le point d'acheter* », par application du principe également retenu en matière de délit d'initié selon lequel « *pour qu'une constitution de partie civile soit recevable devant la juridiction d'instruction, il suffit que les circonstances sur lesquelles elle s'appuie permettent au juge d'admettre comme possible l'existence du préjudice allégué et la relation directe de celui-ci avec une infraction à la loi pénale* ».

(2) Pour des données statistiques, v. N. Spitz, *La réparation des préjudices boursiers*, préf. A. Pietrancosta, RB Edition, p. 199 s.

> L'objet du rapport

2.- Le présent rapport entend ici proposer des pistes de réponse à ces interrogations. A ce titre, le rapport n'a pas pour ambition d'établir des règles d'indemnisation des préjudices par les investisseurs en toute circonstance : la Commission n'entend pas traiter de l'ensemble des préjudices liés au contentieux civil en matière financière. Elle a examiné la seule question du **préjudice subi par l'actionnaire d'une société cotée résultant de la diffusion d'une fausse information sur le marché**. Sont donc exclus :

- *Le préjudice directement subi par l'émetteur*

La jurisprudence distingue en effet nettement le préjudice subi par la société, qui n'entraîne aucune indemnisation de l'actionnaire³, et le préjudice de l'actionnaire résultant d'une décision d'investissement sur la base d'informations fausses ou trompeuses diffusées par l'émetteur⁴. La Commission tient ici pour acquise cette distinction jurisprudentielle, bien qu'elle puisse parfois être discutée.

Dans ce contexte, la diffusion d'informations trompeuses est l'une des rares hypothèses dans lesquelles la jurisprudence reconnaît l'existence d'un préjudice personnel de l'actionnaire⁵. Il sera tenu pour acquis dans la suite des développements.

(3) Ainsi, en cas de baisse de la valeur de l'action résultant d'une mauvaise gestion, aucun préjudice personnel résultant de l'amointrissement du patrimoine social n'a été reconnu à l'actionnaire : Cass. com. 21 sept. 2004, n° 03-12.663, inédit ; Cass. com., 26 janv. 1970, n° 67-14.787, *Bull. civ.* IV, n° 30. En particulier, la baisse de la valeur des titres corrélative à une diminution de l'actif net ne constitue pas un préjudice personnel de l'actionnaire : Cass. com., 19 avr. 2005, n° 02-10.256, inédit.

(4) L'actionnaire subit un préjudice personnel direct lorsque les mauvaises informations reçues des dirigeants ont eu des répercussions directes sur la valeur de ses titres et n'entraînent pas une diminution ou une perte de l'actif social. V. Cass. crim., 30 janv. 2002, n° 01-84.256, *JCP G* 2002, n°188, *Bull. Joly* 2002, p. 797 § 179, note J.-F. Barbiéri ; Pour une étude détaillée de la distinction entre le préjudice social et le préjudice individuel de l'actionnaire V. F. Danos, « La réparation du préjudice individuel de l'actionnaire », *RJDA* 2008, p. 471. Dernièrement, Cass. com., 9 mars 2010, n°s 08-21.547 et 08-21.793, *Bull. civ.* IV, n° 48, affaire *Gaudriot*.

(5) Paris 9e ch. sect. B, 17 oct. 2008, n° 06/09036.

- *Le préjudice subi par les actionnaires de sociétés non cotées*

La mesure du dommage résultant d'une fausse information diffusée sur le marché suppose de prendre en compte *l'impact de l'information sur la formation du cours de bourse*. La variation de la valeur de l'action par effet de la cotation est source d'une difficulté par hypothèse étrangère à la réparation du préjudice de l'actionnaire d'une société non cotée.

- *Le préjudice résultant de l'inexécution d'une obligation d'information par un intermédiaire*

Le présent rapport ne traite pas de la question de la détermination du préjudice réparable à l'occasion de l'inexécution d'une obligation d'information dans le cadre d'une prestation de services d'investissement.

Au cours de ses travaux, la Commission a en effet relevé l'existence d'une jurisprudence fournie relative aux préjudices subis par les clients des établissements financiers, qui trouvent leur origine dans l'inexécution d'une obligation d'information. La jurisprudence en la matière apparaît désormais stabilisée. La Cour de cassation retient dans ce cadre que le manquement d'une 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 capitaux⁶.

La situation est très différente de celle résultant d'un abus de marché. La relation entre les investisseurs, d'une part, et les intermédiaires financiers que constituent les prestataires de services d'investissement, d'autre part, *ne présente pas une dimension collective*. L'obligation d'information due par l'intermédiaire financier au titre de ses règles de conduite telles qu'elles résultent du Code monétaire et financier et du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers s'intègre

(6) En dernier lieu, Cass. com., 4 févr. 2014, n° 13-10.630.

à un rapport précontractuel ou contractuel de nature *bilatérale*. Les difficultés tenant à la détermination et à l'évaluation du préjudice du client d'un prestataire de services d'investissement ne mettent pas en cause le caractère « diffus » des conséquences dommageables résultant d'une information fautive relative à un émetteur coté.

La réflexion de la Commission s'est donc concentrée sur l'évaluation du préjudice résultant de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses sur le marché.

3.- Dans ce contexte, la Commission a entendu situer sa réflexion sur le terrain indemnitaire, au stade de l'évaluation du préjudice. Aussi tient-elle pour acquis dans ses réflexions l'existence d'une faute consistant dans la diffusion d'informations fausses ou trompeuses.

Certes, la détermination de la faute et l'identification de son auteur soulèvent également des difficultés importantes. L'article L. 465-2 du Code monétaire et financier⁷ comme l'article 632-1 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers⁸ visent en effet la diffusion de fausses informations par « **toute personne** ». A ce titre, l'auteur peut être l'émetteur, ses dirigeants, mais aussi un intermédiaire financier, un analyste financier⁹, un journaliste¹⁰, ou n'importe quel tiers.

(7) L'article punit le fait « pour toute personne, d'exercer ou de tenter d'exercer, directement ou par personne interposée, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché réglementé ou d'un système multilatéral de négociation en induisant autrui en erreur ».

(8) Art. 632-1 RG AMF : « **Toute personne** doit s'abstenir de communiquer, ou de diffuser sciemment, des informations, quel que soit le support utilisé, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers, y compris en répandant des rumeurs ou en diffusant des informations inexactes ou trompeuses, alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses ».

(9) V. not. art. 632-1 al. 2 RG AMF.

(10) L'Autorité des marchés financiers (AMF) a ainsi pu sanctionner le dirigeant d'un groupe de presse qui avait diffusé une opinion biaisée sur les perspectives d'évolution d'un titre : AMF, déc. 16 déc. 2011, aff. Miguet, *Bull. Joly bourse*, 2011, p. 56, note H. Bouthinon-Dumas. V. ég., art. 632-1 al. 3 RG AMF.

Au demeurant, les comportements susceptibles de fausser l'information des investisseurs sont d'une grande variété et d'une forte complexité. Il suffit d'évoquer les sanctions récemment prononcées à la suite d'un défaut d'information du marché sur la préparation d'une opération financière, lié à l'utilisation de produits dérivés sur actions ayant conduit à une montée rapide et substantielle au capital d'émetteurs de forte capitalisation¹¹.

Mais la question que soulève l'appréciation des comportements est distincte de celle de l'évaluation du dommage lié à l'impact du comportement reproché sur la valeur de l'action.

A cet égard, la Commission a notamment entendu exclure du périmètre de sa recherche les préjudices résultant d'opérations d'initiés. L'indemnisation des investisseurs à la suite d'un délit ou d'un manquement d'initié constitue une question fort débattue et n'a pour l'instant été reconnue par la jurisprudence que dans son principe¹². En dépit de l'unité des abus de marché comme catégorie répressive, « *la diversité des manquements n'autorise pas une réflexion à portée générale* »¹³ relative à leurs conséquences préjudiciables.

(11) Voir les sanctions prononcées par la Commission des sanctions de l'AMF sur le fondement de l'article 223-6 RG AMF (Affaire *Wendel/Saint Gobain* : Déc. Sanct., 13 déc. 2010, confirmé par Paris, p. 5, ch. 5-7 ; Affaire *LVMH/Hermès* : Déc. Sanct. 25 juin 2013).

(12) Cass. crim., 11 déc. 2002, n° 01-85.176, *Bull. crim.*, n° 224, *Rev. soc.* 2003, p. 145, note B. Boulloc ; *RTD com.* 2003, p. 390, obs. B. Boulloc ; *ibid.* p. 336, note N. Rontchevsky ; *JCP G* 2003, I, 162, chron. A. Maron, J.-H. Robert, M. Veron, n° 38-39 ; *Gaz. Pal.* 22 févr. 2003, p. 25, note C. Ducouloux-Favard ; *Bull. Joly Bourse*, mars 2003, p. 149, note F. Stasiak ; *Banque & Droit*, mars-avril 2003, p. 36, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre. La Chambre criminelle semblait déjà l'avoir implicitement admis dans l'affaire *Société générale de fonderie* dans laquelle le pourvoi de l'un des demandeurs avait été rejeté au motif que « *le demandeur au pourvoi, qui ne s'est constitué partie civile que pour le seul délit de diffusion dans le public d'informations fausses ou trompeuses de nature à agir sur les cours, reproché aux dirigeants de la SGF, est sans qualité pour critiquer la décision de la Cour d'appel en ce qu'elle relaxe François C... du chef de délit d'initié* » ; Cass. crim., 15 mars 1993, n° 92-82.263, *Bull. crim.*, n° 113, p. 280, *Bull. Joly Bourse* 1993, p. 365, note M. Jeantin ; *Rev. soc.* 1993, p. 847, note B. Boulloc ; *Dr. sociétés*, sept. 1993, comm. 13, obs. H. Hovasse ; *Banque & Droit*, n° 32, nov.-déc. 1993, p. 22-24. La lecture *a contrario* permettait d'admettre la demande d'un requérant s'étant préalablement constitué partie civile.

(13) P. Clermontel, *Le droit de la communication financière*, préf. N. Molfessis, Joly éditions, 2009, n° 675, p. 443.

> L'enjeu de la réflexion

• *L'articulation des procédures*

4.- L'évaluation du préjudice de l'investisseur devant les juridictions civiles soulève la question de la place dévolue à la sanction civile des abus de marché et celle de **l'articulation entre les mécanismes répressifs et indemnitaires**.

Loin d'être en concurrence, la réparation civile, la peine et la sanction administrative répondent à des finalités et reposent sur des principes de mise en œuvre qu'il est essentiel de distinguer. L'amélioration de l'évaluation du préjudice de l'investisseur devant les juridictions civiles doit conduire à mieux articuler la réparation civile avec les sanctions pénales et administratives pour en renforcer la *complémentarité*.

Le rapport tend ainsi à réagir au constat toujours actuel selon lequel en matière financière « *l'impératif répressif occulte et finalement écrase l'impératif indemnitaire* »¹⁴.

5.- L'articulation des différents contentieux auxquels peuvent donner lieu des abus de marché a récemment fait l'objet d'un rapport de l'Autorité des marchés financiers (AMF) en date du 25 janvier 2011 relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs. L'AMF a privilégié des pistes d'amélioration du règlement amiable des litiges¹⁵, compte tenu des difficultés que posent les actions en responsabilité devant les juridictions aussi bien civiles et commerciales que pénales. A suivre le rapport de l'AMF, l'indemnisa-

(14) A. Pietrancosta, « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », *RTDF* n° 3, 2007, p. 21. En ce sens, l'affirmation couramment citée pour rendre compte de « l'approche particulière de la morale boursière par le législateur », selon laquelle « l'objectif est patent : protéger l'activité et non les acteurs ; l'investissement et non les investisseurs ; l'épargne et non les épargnants » ; C. Sonntag, « Préjudices et sanctions des infractions d'initiés : approche juridique et économique », in *L'organisation des dispositifs spécialisés de lutte contre la criminalité économique et financière en Europe*, dir. B. Deffains et F. Stasiak, L.G.D.J., p. 111 ; F. Martin Laprade, « La politique de sanction du régulateur : répression ou réparation ? », *Bull. Joly Bourse* n° spécial, déc. 2009, p. 439.

(15) *Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs* du Groupe de travail présidé par J. Delmas-Marsalet et M. Ract-Madoux, 25 janvier 2011, points 2.1 et s., p. 11.

tion du préjudice subi par les investisseurs est délicate, devant les juridictions civiles et commerciales, en raison des difficultés résultant de la répartition de la charge de la preuve comme du coût élevé de la procédure (point 1.2.1, p. 6-7). Ce sont ces inconvénients qui conduisent aujourd'hui les épargnants à se tourner vers les juridictions répressives pour bénéficier du recours à des experts comme des éléments de preuves recherchés par le ministère public. Le rapport met ainsi en lumière un risque d'instrumentalisation du recours au juge répressif, doublé d'une ineffectivité du droit à réparation lorsque le fait générateur ne constitue pas une infraction pénale (point 1.2.2, p. 7-8).

Sur la base de ces observations, le même rapport de l'AMF suggère, pour remédier aux difficultés constatées, que le régulateur prenne en compte l'objectif d'indemnisation des victimes dans ses procédures internes (point 2.2) et qu'il participe aux instances judiciaires pour résoudre les difficultés liées aux demandes d'indemnisation (point 2.3).

Plus récemment, l'AMF est revenue sur la question de la détermination du préjudice dans le cadre d'une réflexion relative non à l'indemnisation des actionnaires mais à la détermination du montant de la sanction administrative¹⁶. Elle tend ainsi à intégrer la question indemnitaire au sein de ses propres procédures.

La réflexion du régulateur se veut cependant essentiellement procédurale. Elle n'a pas pour objet d'établir des principes d'indemnisation qui, à l'évidence, relèvent des prérogatives du *juge judiciaire*. Le régulateur n'envisage l'indemnisation de l'investisseur que dans le cadre de l'exercice de ses missions, telles qu'elles sont définies par le législateur.

(16) Dans un rapport publié le 8 octobre dernier (Rapport sur le prononcé, l'exécution de la sanction et le post-sentenciel du Groupe de travail présidé par Claude Nocquet, Présidente de la Commission des sanctions), il est proposé d'introduire à l'article L. 621-15, III du Code monétaire et financier une disposition précisant les critères en application desquels la Commission des sanctions doit déterminer la sanction : au point (g) de la proposition, il est ainsi énoncé que la sanction est déterminée « *en fonction de toute circonstance atténuante et, notamment, des mesures prises par la personne mise en cause pour remédier aux dysfonctionnements constatés et éviter la répétition du manquement ou pour réparer les préjudices causés aux tiers* » (p. 24). Cette proposition vise à codifier les critères de détermination de la sanction dégagés dans la pratique décisionnelle de l'AMF (p. 8-9).

• *La sécurisation du marché*

6.- Les modalités de résolution judiciaire des litiges sont un élément capital d'attractivité d'un marché ; leur ineffectivité peut entraîner une défiance des investisseurs étrangers à son égard. La prévisibilité du risque judiciaire associé à la cotation est une donnée essentielle à l'investissement et l'admission sur un marché, dont tout un chacun a conscience mais qui impose un examen lucide et exigeant de l'état de notre droit positif. La pertinence des modalités d'indemnisation des actionnaires constitue l'un des critères à l'aune duquel est jugée la place de Paris. L'enjeu est donc fondamental. Des travaux américains ont d'ailleurs établi le lien étroit entre le bon fonctionnement et le développement de certains marchés et l'existence dans les Etats concernés de procédures permettant l'indemnisation des victimes d'infractions boursières. L'investissement intellectuel pour y parvenir doit donc être réalisé.

7.- A cette considération fondamentale s'en ajoute une autre, propre à la matière financière : le fonctionnement des marchés financiers est porteur de ses propres contraintes en termes de détermination du prix des actifs cotés et présente des spécificités qu'il appartient au juge de prendre en compte dans l'application des règles du droit commun de la responsabilité.

A cet égard, le contentieux boursier présente la double particularité d'être, structurellement pourrait-on dire, un contentieux de masse mais aussi un contentieux évolutif.

Alors que les règles de droit commun isolent une victime à laquelle il appartient d'établir l'étendue de son préjudice, la qualité d'investisseur inclut la victime d'un préjudice financier au sein d'une catégorie d'intervenants qui sont tous susceptibles d'avoir été identiquement ou différemment lésés par la diffusion d'une information fautive à l'occasion d'une décision d'investissement. Cette première particularité impose donc une détermination précise du préjudice réparable. Cette exigence paraît particulièrement prégnante en raison des évolutions constantes d'une réglementation toujours plus riche d'obligations pour les émetteurs.

> La démarche de la Commission

8.- Le travail de la Commission part d'un constat : celui du caractère insatisfaisant du traitement actuel du préjudice par la jurisprudence, tant dans son fondement (la perte de chance) que dans son évaluation (le caractère forfaitaire de l'indemnité allouée). Les insuffisances des critères d'évaluation du préjudice de l'investisseur ont pour corollaire regrettable la faiblesse de l'argumentation des parties relativement à la quantification du préjudice.

Il importe que les plaideurs disposent de principes clairs leur permettant de justifier plus rigoureusement de la réalité et du montant de leur préjudice afin qu'en retour, la tâche des juridictions saisies s'en trouve facilitée.

Les propositions du présent rapport visent ainsi à offrir une nouvelle grille de lecture et à poser des critères plus clairs et, surtout, plus prévisibles d'évaluation du préjudice de l'investisseur victime d'informations fausses ou trompeuses. **L'établissement de règles d'indemnisation procédant d'une application rigoureuse des principes du droit commun de la responsabilité serait un gage d'adaptation à un contentieux en évolution constante.**

Le rapport entend ainsi renforcer la prévisibilité pour les opérateurs des conséquences indemnitaires de leurs comportements au titre de la diffusion d'informations sur le marché et ainsi d'assurer une plus grande sécurité juridique dans le traitement du contentieux, tout en garantissant aux victimes lésées une plus juste indemnisation du préjudice.

9.- Le présent rapport se présente de la manière suivante :

- > la première partie a pour objet d'exposer de façon synthétique et critique l'état de la jurisprudence relative à l'évaluation du préjudice de l'investisseur ;
- > la deuxième partie présente la proposition centrale de la Commission, consistant à introduire une nouvelle méthode de détermination du préjudice de l'investisseur ;
- > la troisième partie développe les conditions qui apparaissent les plus propices à la mise en œuvre de la méthode d'évaluation proposée.

1^{ÈRE} PARTIE

La réparation du préjudice financier de l'investisseur dans la jurisprudence

10.- Aucune disposition législative ne traite spécifiquement en droit français de la question de l'évaluation du préjudice subi par les investisseurs à l'occasion de la diffusion par un émetteur coté d'informations fausses ou trompeuses¹⁷.

Les solutions qui existent en matière d'indemnisation du préjudice financier des actionnaires s'inscrivent dans un cadre jurisprudentiel parcellaire et peu explicite, s'appuyant sur le droit commun de la responsabilité délictuelle.

Or les solutions progressivement dégagées par la jurisprudence (I) ne sont pas à l'abri de la critique (II).

I. Exposé des solutions retenues

11.- Les principes relatifs à l'indemnisation des investisseurs s'inscrivent dans le cadre des règles du droit commun de la réparation du préjudice (A). C'est dans ce contexte que s'est développée la jurisprudence relative à la réparation du préjudice financier de l'investisseur (B).

(17) Contrairement au droit américain : dispositions du *Securities Act* de 1933, du *Securities Exchange Act* de 1934 (règle 10b-5).

A. Le droit commun de la réparation du préjudice

12.- Le droit commun de la responsabilité délictuelle pour faute trouve son fondement dans les articles 1382 et 1383 du Code civil¹⁸. En vertu de ces deux textes, la responsabilité de l'auteur d'un dommage, qu'il soit intentionnel ou non intentionnel, suppose que la victime démontre la commission d'une faute à l'origine de son préjudice et l'existence d'un lien de causalité permettant de rattacher le dommage à cette faute.

L'évaluation du préjudice est guidée en droit français par deux principes fondamentaux : le principe dit de « réparation intégrale » d'une part (1), l'appréciation souveraine de l'évaluation du préjudice par les juges du fond d'autre part (2).

1. Le principe de la réparation intégrale du préjudice

13.- La réparation du préjudice résultant d'une faute civile n'est pas proportionnée à la gravité de la faute mais à la seule importance du dommage subi¹⁹. Aussi, selon une formule ancienne empruntée au Doyen René Savatier²⁰, la Cour de cassation juge tant en matière délictuelle que contractuelle 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* »²¹.

(18) Article 1382 Cciv. : « Tout fait quelconque de l'homme, qui cause à autrui un dommage, oblige celui par la faute duquel il est arrivé, à le réparer ». Article 1383 Cciv. : « Chacun est responsable du dommage qu'il a causé non seulement par son fait, mais encore par sa négligence ou son imprudence ».

(19) N. Rontchevsky, « La réparation limitée du préjudice des investisseurs victimes d'une fausse information en droit français », *Journal des sociétés*, juill. 2011, p.19.

(20) *Traité de la responsabilité civile en droit français*, T. 2, 2^{ème} éd., 1951, n° 601.

(21) Cass. civ. 2^{ème}, 1^{er} avr. 1963, *Bull. civ. II*, n° 309. Pour un exemple récent : Cass. com., 10 janv. 2012, n° 10-26.837, inédit.

En d'autres termes, le droit français de la responsabilité, régi par un principe de réparation intégrale²², suppose que « *tout le dommage* »²³ de la victime soit réparé, même si l'évaluation du préjudice est parfois difficile. C'est d'ailleurs ce qu'a rappelé la Cour d'appel de Paris dans l'affaire *LVMH c/ Morgan Stanley*²⁴ en jugeant que « *toute faute, même légère, ouvre droit à la réparation intégrale du dommage causé, mais à ce seul dommage certain, actuel, né de la faute* ». Ce principe est l'expression, au stade de l'évaluation du dommage, de la fonction purement réparatrice attribuée au droit de la responsabilité civile²⁵.

Il en résulte quatre règles essentielles qui s'imposent au juge :

> La réparation a un caractère compensatoire et non punitif

14.- A la différence des systèmes de *Common Law* et notamment du droit américain, qui connaissent les *punitive damages* visant à sanctionner certaines fautes civiles par des dommages-intérêts supérieurs au montant du préjudice effectivement subi, le droit français ne confère à titre de principe aucune dimension punitive au droit de la responsabilité²⁶, même si la jurisprudence admet la compatibilité de principe des dommages-intérêts punitifs avec l'ordre public international²⁷.

(22) V. C. Coustant-Lapalus, *Le principe de réparation intégrale en droit privé*, thèse Paris I, éd. 2002.

(23) F. Terré, P. Simler, Y. Lequette, *Droit Civil*, Les obligations, Dalloz 11^{ème} éd., 2013, n° 899.

(24) Paris, 15^e Ch., B, 30 juin 2006, n° 04/06308, *Sté Morgan Stanley et Co. et Sté Morgan Stanley DW. Inc. c/ Sté LVMH*, *RTD. com.* 2006.875, obs. N. Rontchevsky, *D.* 2006, *AJ* p. 2241, obs. X. Delpech ; *Banque et droit*, juill.-août 2006, p. 34, obs. H. de Vauplane ; A. Pietrancosta, *RTD fin.*, n° 2/2006, p. 6.

(25) Ce trait la distingue de la responsabilité pénale : « *La responsabilité civile suppose non plus un préjudice social, mais un dommage privé*. Aussi n'est-il plus question de punir mais seulement de réparer. Tandis que la responsabilité pénale constitue une sanction, la responsabilité civile est une *réparation* », H. et L. Mazeaud, J. Mazeaud et F. Chabas, *Leçons de droit civil*, T. II, vol. 1, Montchrestien, 9^e éd., 1998, n° 375, p. 367.

(26) La proposition de loi portant réforme de la responsabilité civile (présentée par M. L. Béteille et enregistrée à la Présidence du Sénat le 9 juillet 2010) ouvre la voie au prononcé de dommages-intérêts punitifs, dont le montant ne pourrait dépasser le double des dommages-intérêts compensatoires, pour sanctionner une faute civile (V. prop. Art. 1386-25 C. civ.).

(27) Pour une illustration récente, V. Cass. civ. 1^{re}, 1^{er} déc. 2010, *D.* 2011. 423, note F.-X. Licari ; *RTD civ.* 2011. 317, obs. P. Remy-Corlay.

Le droit de la responsabilité civile ne saurait avoir pour objet de punir l'auteur d'un dommage en lui imposant à titre de sanction une indemnisation qui excède les conséquences dommageables résultant de sa faute.

Autrement dit, en droit français, la victime a droit à la réparation de « *tout le dommage* », mais « *rien que le dommage* »²⁸. Si les juges ne sont pas autorisés à limiter le préjudice réparable, ils ne sont pas non plus autorisés à l'aggraver.

Seuls doivent être versés des dommages-intérêts permettant de réparer l'intégralité des conséquences dommageables subies. Il en résulte que le droit à réparation ne peut excéder le montant du préjudice subi²⁹.

> La réparation ne saurait présenter un caractère forfaitaire

15.- Il résulte également du principe de réparation intégrale que l'indemnisation ne saurait être forfaitaire. A ce titre, les juges doivent déterminer le montant du droit à réparation en considération du préjudice effectivement subi : « *le préjudice est ainsi la seule mesure de la réparation* »³⁰. La Cour de cassation censure régulièrement les juges qui procèdent à la fixation forfaitaire du montant du préjudice³¹.

(28) F. Terré, P. Simler, Y. Lequette, *Droit Civil, Les obligations*, Dalloz 2013, n° 900. Il existe cependant des tempéraments à ce principe, notamment en matière de contrefaçon où le bénéfice tiré par le contrefacteur peut être la base d'indemnisation de la victime (v. art. L. 331-1-3 CPI).

(29) Par exemple, Cass. civ. 1^{re}, 9 nov. 2004, n° 02-12.506, *Bull. civ. I*, n° 264 : « *Attendu cependant que la réparation d'un dommage, qui doit être intégrale, ne peut excéder le montant du préjudice* ».

(30) N. Rontchevsky, « La réparation limitée du préjudice des investisseurs victimes d'une fausse information en droit français », *op. cit.*

(31) Cass. civ. 1^{re}, 3 juil. 1996, n° 94-14.820, *Bull. civ. I*, n° 296, *JCP* 1996. IV. 2020, censurant la Cour d'appel de Reims pour avoir fixé le préjudice « *en équité à une somme forfaitaire* » ; Cass. civ. 1^{re}, 18 juill. 2000, n° 98-20.430, *Bull. civ. I*, n° 224, concernant l'évaluation du préjudice résultant de la perte de chance : « *l'indemnité de réparation de la perte de chance d'obtenir une amélioration de son état ou d'échapper à une infirmité, ne saurait présenter un caractère forfaitaire* » ; sur l'ensemble de la question, V. not. G. Viney et P. Jourdain, *Les effets de la responsabilité*, 3^e éd., 2011, L.G.D.J., n°s 57 et s. ; M. Fabre-Magnan, *Droit des obligations*, T. 2, Responsabilité civile et quasi-contrats, 2010, PUF, n°s 371 et s.

> Le droit à réparation suppose un préjudice certain

16.- Tout dommage ne donne pas lieu à réparation. La jurisprudence a fixé les conditions auxquelles doit satisfaire un dommage pour ouvrir droit à réparation, qui tiennent aux caractères qu'il doit présenter ainsi qu'aux différentes sortes de dommages susceptibles d'être réparés. Ainsi pour pouvoir engager la responsabilité civile en droit français, la victime doit démontrer l'existence d'un dommage direct, légitime et certain. « *Sans dommage, pas de droit à réparation* »³².

Est certain non seulement le dommage actuel et qui est déjà réalisé, mais également le dommage *futur*³³ si sa réalisation n'est pas simplement hypothétique, par opposition au dommage éventuel qui lui, ne saurait donner lieu à réparation³⁴, faute de certitude quant à sa réalisation.

> Ce préjudice peut consister en la perte d'une chance

17.- Si le droit français exclut la réparation du préjudice éventuel, il admet en revanche, sous certaines conditions, de réparer le préjudice résultant de la perte d'une chance³⁵. Selon la formulation adoptée par la Cour de cassation depuis la fin du XIX^e siècle, la perte de chance réparable consiste dans « *la disparition actuelle et certaine d'une*

(32) F. Terré, P. Simler, Y. Lequette, *Droit Civil, Les obligations*, Précis Dalloz, 2013, n° 700.

(33) Planiol et Ripert, *Traité pratique de droit civil*, T. VI, Les obligations, n° 544, p. 746 : « *Un préjudice qui n'est pas encore réalisé peut justifier une condamnation actuelle si sa réalisation est dès maintenant certaine, parce qu'il sera le développement certain d'un préjudice actuel en évolution* ».

(34) Cass. civ., 19 mars 1947, D. 1947, p. 313 : « *Mais attendu que ces risques ne constituaient qu'un préjudice éventuel et ne pouvaient donner lieu à réparation immédiate* » ; Cass. crim., 21 nov. 1968, n° 68-90.134, *Bull. crim.* n° 309, *Gaz. Pal.* 1969.1.100 ; *RTD civ.* 1969.778, obs. G. Durry ; Cass. civ. 3^e, 11 juill. 1968, *JCP* 1969.II.15721, note B. Boccara, *RTD civ.* 1969.778, obs. G. Durry.

(35) V. P. Esmein, « Le prix d'une espérance de vie », *D.* 1962. Chron. 151 ; M. Baccache, « La réparation de la perte d'une chance : quelles limites ? », comm. sous Cass. civ. 1^{re}, 16 juin 2013, *D.* 2013. 619 s. ; O. Deshayes, *RDC* 2009, p. 1032 s. – V. aussi sur la perte d'une chance d'avoir une chance, Cass. civ. 1^{re}, 14 oct. 2010, n° 09-69.195, *Bull. civ.* I, n°200, *D.* 2010. 2682, obs. I. Gallmeister, *RDC* 2011. 77, note J.-S. Borghetti ; M. Nussenbaum, « L'évaluation des préjudices économiques », *RDBF*, mai-juin 2013, p. 33-34.

éventualité favorable »³⁶. Autrement dit, pour être réparable, la perte d'une chance doit être réelle et sérieuse et constituer par conséquent un préjudice certain.

Traditionnellement le droit français admet de réparer le préjudice résultant de la perte d'une chance « *lorsque le doute affectant la certitude du dommage est d'une importance telle qu'il n'apparaît plus possible de le négliger* »³⁷. Selon cette conception, la notion de perte de chance doit donc permettre d'indemniser « *la perte certaine du résultat d'un processus au dénouement incertain* »³⁸.

La jurisprudence a également parfois recours à la perte de chance lorsque l'incertitude porte, non plus sur l'issue d'un processus aléatoire, mais sur la causalité, créant ainsi une deuxième forme, dévoyée, de perte de chance. Dans cette hypothèse, la perte de chance « *permet d'indemniser partiellement une victime pour le préjudice qu'elle subit lorsque le fait générateur semble avoir joué un rôle dans sa survenance sans que l'on ait la certitude qu'il en a été une cause* »³⁹. Ainsi, plutôt que de rejeter l'action faute de certitude sur le lien de causalité, les juges substituent au préjudice final la perte de chance de l'éviter⁴⁰. Le subterfuge est fréquent en matière médicale. Ainsi, lorsque le lien de causalité entre la faute du médecin et le handicap de l'enfant n'est pas établi, ce dernier pouvant trouver sa cause dans des prédispositions génétiques, la Cour de cassation tend à substituer à la réparation du handicap la réparation de la perte de chance

(36) Cass. civ. 1^{re}, 21 nov. 2006, n° 05-15.674, *Bull. civ. I*, n° 498.

(37) O. Deshayes, *RDC* 2009, p. 1032 s.

(38) J.-S. Borghetti, *RDC* 2008, p. 776 s.

(39) P. Jourdain, « Les nouveaux usages de la perte de chance », *RTD Civ.*, 2010, p. 330 s.

(40) V. not. A. Bénabent, *La chance et le droit*, L.G.D.J., 1973, préf. J. Carbonnier ; J. Boré, « L'indemnisation pour les chances perdues : une forme d'appréciation quantitative de la causalité d'un fait dommageable », *JCP* 1974. I. 2620 ; I. Vacarie, « La perte d'une chance », *RRJ* 1987. 903 ; P. Jourdain, « La perte de chance, une curiosité française », in *Mélanges P. Wessner*, Ed. O. Guillod et C. Müller, 2011, p. 167.

d'éviter ledit handicap⁴¹. De même, en cas de réalisation du risque résultant d'une opération médicale dont n'avait pas été prévu le patient, les juges, faute de pouvoir établir le lien de causalité entre le manquement à l'obligation et le préjudice final dès lors que l'on ignore si le patient dûment informé aurait renoncé à l'opération, font appel au concept de perte de chance d'échapper au risque finalement réalisé⁴². Une telle démarche, qui dénature le concept de perte de chance, est largement critiquée par la doctrine⁴³.

Il n'en demeure pas moins que deux principes guident l'évaluation de la perte de chance :

- > l'évaluation du dommage ne pourra être égale à l'avantage qu'aurait procuré l'évènement favorable s'il s'était réalisé. Conforme à l'exigence de certitude du préjudice, cette règle impose ainsi de mesurer le préjudice de perte de chance à la chance perdue⁴⁴ ;
- > la réparation du dommage résultant de la perte de chance ne saurait présenter un caractère forfaitaire mais doit correspondre à une fraction de la chance perdue⁴⁵.

(41) Cass. civ. 1^{re}, 28 janv. 2010, n° 08-20.755, *D.* 2010. 947, note G. Maitre, *JCP G*, 2010, n° 474, note S. Hocquet-Berg.

(42) Cass. civ. 1^{re}, 6 déc. 2007, n° 06-19301, *D.* 2008, p. 192, note P. Sargos ; *JCP*, 2008, I, 125, n° 3, obs. Ph. Stoffel-Munck.

(43) En ce sens, J.-S. Borghetti, obs. *RDC* 2009, p. 96 : la perte de chance « ne doit pas servir à masquer une incertitude sur le lien de causalité », ou encore, *RDC*, 2008, p. 769 : « En toute rigueur, nous semble-t-il, la notion de perte de chance doit permettre d'indemniser la perte certaine du résultat d'un processus au dénouement incertain. Elle n'est pas censée pallier une absence de certitude relative au lien de causalité entre un fait générateur certain et la lésion non moins certaine d'un intérêt ».

(44) Cass. civ. 1^{re}, 16 juill. 1998, n° 96-15.380, *Bull. civ. I*, n° 260 : « la réparation d'une perte de chance doit être mesurée à la chance perdue et ne peut être égale à l'avantage qu'aurait procuré cette chance si elle s'était réalisée ».

(45) Cass. civ. 1^{re}, 18 juill. 2000, n° 98-20.430, *Bull. civ. I*, n° 224 : « l'indemnité de réparation de la perte de chance d'obtenir une amélioration de son état ou d'échapper à une infirmité, ne saurait présenter un caractère forfaitaire ».

2. L'appréciation souveraine par les juges du fond

18.- Si la Cour de cassation exerce un contrôle sur l'assiette et la méthode d'appréciation de l'ampleur du dommage, l'évaluation du préjudice, qui est une question de fait, relève de l'appréciation souveraine des juges du fond.

La Cour de cassation énonce ainsi que les juges du fond disposent d'un pouvoir souverain d'appréciation de l'existence du préjudice par l'évaluation qu'ils en font, sans être tenus d'en préciser les divers éléments⁴⁶. La Cour de cassation exerce cependant en la matière un contrôle sur la qualification du préjudice réparable compte tenu de ses caractères légaux⁴⁷.

La ligne de démarcation se présente de la manière suivante :

- > la Cour de cassation exerce son contrôle sur l'admission du préjudice réparable par le biais du contrôle de ses caractères légaux ;
- > dans le respect des caractères du préjudice tels que les interprète la Cour de cassation, les juges du fond évaluent en principe souverainement le montant du préjudice subi.

B. La réparation du préjudice financier de l'investisseur

19.- Les règles encadrant l'indemnisation du préjudice de l'investisseur qui a acquis des titres cotés s'inscrivent dans le cadre des principes du droit des sociétés et du droit civil. A ce titre, l'actionnaire ne peut obtenir réparation que d'un préjudice personnel et direct,

(46) Cass. ass. plén., 26 mars 1999, n° 95-20.640, *Bull. ass. plén.* n° 3 : « Mais attendu que la cour d'appel a apprécié souverainement le montant du préjudice dont elle a justifié l'existence par l'évaluation qu'elle en a fait, sans être tenue d'en préciser les divers éléments » ; Cass. ch. mixte, 6 sept. 2002, n° 98-22.981, *Bull. ch. mixte*, n° 4.

(47) J. et L. Boré, *La cassation en matière civile*, Dalloz action, 4^e éd., 2008, n° 67.158, p. 346.

nécessairement distinct de celui de la société⁴⁸. Cette dernière exigence a longtemps permis à la Cour de cassation de refuser à l'investisseur toute réparation en cas de faute commise par les dirigeants sociaux.

Le traitement judiciaire de la question a depuis fait l'objet d'une évolution certaine, qui a trouvé son aboutissement dans l'arrêt rendu par la chambre commerciale de la Cour de cassation le 9 mars 2010⁴⁹.

Compte tenu de l'abondance des travaux sur la question⁵⁰, on s'en tiendra dans le cadre de ce rapport à un exposé synthétique des décisions statuant sur l'évaluation du préjudice financier de l'investisseur. La jurisprudence a suivi en la matière une double évolution, dans le sens d'une extension de la reconnaissance du droit à indemnisation par l'admission du préjudice de conservation (1) et d'une réduction de l'assiette du préjudice réparable par la consécration de la perte de chance comme seul préjudice réparable (2). Ces solutions ont conduit les juges à procéder à une indemnisation forfaitaire dans un nombre important de décisions (3).

(48) La jurisprudence rappelle de manière constante que sur le fondement de l'action individuelle, « *l'actionnaire d'une société ne peut agir en justice à l'encontre d'un administrateur, en réparation d'un préjudice personnel, que s'il a subi un préjudice distinct de celui de la société* ». V. par exemple Cass. civ., 26 nov. 1912, *D.* 1913, 377, note Thaller ; Cass. com., 26 janv. 1970, n°67-14.787, *Bull. civ.* IV, n° 30 ; Cass. com., 15 janv. 2002, n° 97-10.886, *RJDA* 6/02 n° 650, Cass. com., 21 sept. 2004, n° 03-12.663, inédit.

(49) Cass. com., 9 mars 2010, nos 08-21547 et 08-21793, arrêt *Gaudriot*, *JCP E*, 2010, 1777, note D. Martin ; *JCP E* 2010, 1483, note S. Schiller ; *Bull. Joly Bourse* 2010, p. 316, note N. Rontchevsky ; *Bull. Joly Sociétés* 2010, p. 537, note D. Schmidt ; *RTDF* n° 2, 2010, p. 60, obs. N. Spitz.

(50) Pour une bibliographie substantielle sur la question, l'ouvrage de D. Martin, E. Dezeuze, F. Bouaziz et M. Françon, *Les abus de marché – Manquements administratifs et infractions pénales*, LexisNexis, 2013, p. 269-270.

1. L'admission du préjudice de conservation

20.- Pendant longtemps, la jurisprudence a refusé le principe même du droit à indemnisation de l'investisseur « *en raison du risque inhérent au caractère spéculatif des opérations réalisées sur des titres cotés en bourse* »⁵¹. Un arrêt rendu par la Chambre criminelle de la Cour de cassation le 15 mars 1993⁵² a pour la première fois reconnu le caractère certain du préjudice financier subi par l'investisseur, solution qui sera reprise par la chambre commerciale dans son arrêt du 22 mars 2005⁵³.

Néanmoins, tous les préjudices n'étaient pas réparés. Seuls l'étaient ceux relatifs à l'acquisition ou à la cession d'actions. Le préjudice de conservation des titres n'était pas admis.

A ce stade, la jurisprudence ne retenait que les préjudices tenant aux :

- > acquisitions d'actions réalisées sur la base d'une information trompeuse :
 - arrêt *Société Générale de fonderie* : Cass. crim., 15 mars 1993
 - arrêt *Pfeiffer c/ Société Eurodirect Marketing* : Cass. com., 22 nov. 2005 ;
- > cessions d'actions à un prix trop bas : arrêt *Soulier et autres c/ Flammarion* : Paris, 26 sept. 2003⁵⁴.

Dans l'affaire *Société Générale de fonderie*, la Chambre criminelle de la Cour de cassation a refusé de faire droit à la demande d'indemnisation des actionnaires qui avaient conservé leurs titres en ce que « *seul le préjudice né de la différence de cours est certain et découle directement de l'infraction* ». Se retranchant derrière l'appréciation

(51) N. Rontchevsky, « *La réparation limitée du préjudice des investisseurs victimes d'une fausse information en droit français* », *op. cit.*

(52) Cass. crim., 15 mars 1993, *Bull. Joly Bourse*, 1993, p. 365, note M. Jeantin.

(53) Cass. com., 22 nov. 2005, *RTD com.* 2006, p. 445, obs. M. Storck.

(54) Paris, 25^e ch. sect. B, 26 sept. 2003, n°2001/21885, note E. Dezeuze, *Bull. Joly Bourse* 2004, p. 43.

souveraine du préjudice par les juges du fond, la Cour de cassation a ainsi exclu l'indemnisation du préjudice de conservation des actions⁵⁵. La formulation très lapidaire utilisée par la Cour de cassation a conduit à des interprétations doctrinales très diverses, manifestant des réserves sur ce point⁵⁶.

Un pas sera franchi avec l'arrêt rendu dans l'affaire Sidel, qui reconnaît pour la première fois le droit à indemnisation du préjudice de conservation mais aussi le caractère direct du préjudice subi par les actionnaires. La Cour d'appel a retenu que « *le préjudice direct et personnel ainsi subi par les actionnaires, en achetant ou conservant une action aux perspectives prometteuses surévaluées, est distinct de celui subi par la société elle-même* »⁵⁷.

Entérinant cette solution, la Cour de cassation, avec l'arrêt *Gaudriot* rendu par la Chambre commerciale le 9 mars 2010, marque la dernière étape de cette évolution jurisprudentielle en ne distinguant plus selon que les actionnaires avaient été incités « *à acquérir ou à conserver les titres de la société* » en raison des fausses informations diffusés par les dirigeants.

(55) Cette solution a été reprise par les juges du fond avant l'arrêt *Sidel*, en particulier dans l'arrêt de la Cour d'appel de Colmar du 14 octobre 2003 dans l'affaire *Eurodirect Marketing*.

(56) M. Jeantin, *Bull. Joly Bourse*, 1993, p. 365 : « *Ne peut-on pas estimer que de même que doit être indemnisé celui qui a acquis à un cours artificiellement gonflé, de même doit obtenir réparation celui qui, au vu d'une évolution favorable du cours de bourse, conserve des titres alors qu'il les aurait sans doute cédés si la réalité de la situation sociale lui avait été fournie ? A cet égard, on pourrait émettre quelques réserves sur le traitement différencié réservé par la Chambre criminelle à l'acquisition et à la conservation des titres* ». Réserves non décisives d'ailleurs, le même auteur concluant son raisonnement en ces termes : « *Il reste que si l'on raisonne à partir de l'idée de certitude du préjudice, la distinction opérée en l'espèce par la Cour de cassation retrouve une certaine légitimité : la certitude du préjudice est acquise pour celui qui achète à un cours artificiellement gonflé elle l'est moins pour celui qui a conservé ses titres alors qu'il aurait simplement pu les vendre à un cours tout aussi artificiel, mais à l'époque plus favorable* ».

(57) Paris 9^e ch. sect. B, 17 oct. 2008, n° 06/09036.

2. La réparation de la seule perte de chance

21.- En parallèle de l'extension de la reconnaissance du droit à indemnisation, la jurisprudence s'est orientée dans la direction d'une réduction de l'assiette du préjudice réparable qui trouve son aboutissement dans le cantonnement du préjudice de l'actionnaire abusé à la perte de chance.

Dans un premier temps, la Chambre criminelle de la Cour de cassation a énoncé, dans l'affaire *Société générale de fonderie*, que : « *seul le préjudice né de la différence de cours est certain et découle directement de l'infraction* ». Une partie de la doctrine a pu interpréter cet arrêt comme affirmant que le préjudice effectivement subi par les actionnaires est égal à « *la différence entre le cours normal du titre et sa valeur après la diffusion de l'information* »⁵⁸.

L'arrêt *Eurodirect Marketing* a dans ce sillage procédé à l'indemnisation du préjudice en fonction de la moins-value constatée à la suite d'acquisitions d'actions réalisées sur la base d'une information trompeuse⁵⁹ en refusant de prendre en compte une quelconque perte de chance de gain.

(58) V. H. de Vauplane et O. Siman, « Delits boursiers : propositions de réforme », *Revue de droit bancaire*, mai/juin 1997, n° 29 ; Ch. Arsouze et P. Ledoux, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », *Bull. Joly Bourse*, juillet 2006, n° 4, p. 399, note 48.

(59) Cass. com., 22 nov. 2005, n° 03-20.600, inédit : arrêt *Pfeiffer c/SociétéEurodirect Marketing*. Un investisseur avait acquis des actions sur la base d'informations prévisionnelles inexactes au titre de l'exercice en cours. Les ayant revendues à perte, il forma une demande en réparation à l'encontre de l'émetteur. La Cour d'appel avait décidé que « *le préjudice dont se prévaut l'acquéreur est constitué par la différence entre le prix d'achat et le prix de vente des actions et des dons de souscriptions d'actions acquis postérieurement à la publication du communiqué comportant les informations mensongères. Il n'y a pas lieu, en revanche de tenir compte d'une prétendue perte de chance de gain, totalement aléatoire, et liée à des circonstances exclusivement étrangères* ». La Cour de cassation a rejeté le pourvoi en rappelant qu'en raison de la rectification manifestement tardive des informations erronées : « *la Cour d'appel a pu décider qu'il existait un lien de causalité entre les manquements commis par la société et le préjudice subi par M. X... en revendant à perte les actions qu'il n'aurait pas achetées s'il n'avait pas été victime d'informations trompeuses* ». Cet arrêt n'a pas été publié au Bulletin et se montre justifié par des circonstances de fait qui permettent d'établir avec rigueur le rôle causal joué par les informations fausses dans la décision d'investir dans les titres de l'émetteur.

Cette jurisprudence a toutefois fait l'objet de critiques. On a fait valoir qu'au cours de la période d'acquisition et de revente des actions, les aléas boursiers diluaient l'impact de l'information trompeuse sur sa valeur et étaient de nature à rompre le lien de causalité.

En réaction, les juges du fond ont consacré la qualification de *perte de chance* pour déterminer le droit à indemnisation du préjudice financier des investisseurs.

Ainsi, dans l'affaire *Flammarion*, la Cour d'appel de Paris a retenu qu'en ne révélant pas, concomitamment à l'annonce de mauvais résultats trimestriels, une information relative à un projet d'offre publique (garantie de cours), l'émetteur avait causé un préjudice « *constitué par la perte de chance de céder leurs actions* » à l'initiateur, selon la valeur fixée dans le cadre d'une garantie de cours⁶⁰.

Cette qualification a été ensuite reprise de manière constante par les juges du fond⁶¹ au motif clairement explicité dans l'arrêt *Sidel* que le préjudice « *ne se confond pas avec le montant des pertes subies par les parties civiles lors de la revente des titres, en raison du risque et de l'aléa propre à tout investissement boursier* ». Cette décision fait ainsi de la perte de chance l'unique qualification applicable au préjudice de l'investisseur aux fins de son évaluation.

Confirmant les évolutions amorcées par la jurisprudence des juges du fond, la Cour de cassation a fixé les principes qui constituent l'état actuel du droit positif dans son arrêt *Gaudriot* du 9 mars 2010 en énonçant 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* »⁶².

(60) Arrêt *Soulier et autres c/ Flammarion* : Paris 25^e ch. sect. B, 26 sept. 2003, n° 2001/21885.

(61) Affaire *Sidel* : Paris 9^e ch. sect. B, 17 oct. 2008, n° 06/09036 ; TGI Paris, 12 septembre 2006, n° 0018992026. Affaire *Société Regina Rubens SA*, Paris, 9^e, B, 14 sept. 2007, n° 07/01477.

(62) Cass. com. 9 mars 2010, *Bull. civ.* IV, n° 48 : l'arrêt d'appel a précisément été cassé pour avoir défini le préjudice des actionnaires de la société comme étant au minimum de l'investissement réalisé en suite des informations tronquées portées à leur connaissance.

Ce raisonnement se retrouve encore dans l'arrêt *Marionnaud* rendu par la Chambre commerciale le 6 mai 2014⁶³.

Au terme de l'évolution de la jurisprudence, la Cour de cassation affiche donc une volonté de cantonner le préjudice de l'actionnaire abusé à la perte de chance.

(63) Cass. com. 6 mai 2014, n° 13-17632, à paraître : « 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, en particulier en renonçant aux placements déjà réalisés, la cour d'appel, qui n'avait pas à procéder à la recherche et pas davantage à répondre aux conclusions inopérantes invoquées par le moyen, a caractérisé le lien de causalité entre les fautes commises par la société et le préjudice, s'analysant en une perte de chance, subi par la société Esca ».

L'arrêt *Gaudriot*, tel qu'il a été confirmé depuis, établit un double principe d'indemnisation :

- > le préjudice réparable de l'investisseur résulte tant de l'acquisition que de la conservation de titres financiers réalisée au vu d'informations inexactes, imprécises ou trompeuses sur la situation de la société émettrice ;
- > qu'il s'agisse d'une acquisition ou de la conservation de titres financiers, le préjudice est limité à la seule perte d'une chance, soit d'investir des capitaux dans un autre placement dans le premier cas, soit de renoncer à celui réalisé dans le second⁶⁴, autrement dit *d'arbitrer plus favorablement*⁶⁵ ses investissements.

Les hypothèses dans lesquelles la jurisprudence a fait application de ces principes peuvent être rapidement synthétisées (2.1) avant d'envisager les critères qui ont été mis en œuvre pour quantifier le préjudice indemnisable (2.2).

(64) Dans le jugement rendu dans l'affaire *Vivendi*, le 21 janvier 2011, le TGI de Paris visait ainsi, au titre du préjudice subi par les investisseurs, « *la perte de chance d'effectuer des arbitrages plus judicieux que l'achat ou la conservation du titre* » qu'il convient de réparer, en considération de la période de détention du titre par les demandeurs, « *compte tenu de l'aléa inhérent à toute opération boursière et du nombre limité de communications en cause* » à 10 euros par action. Le jugement a depuis été infirmé par la Cour d'appel de Paris, qui a déclaré non constitué le délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses (Paris, 12 mai 2014) rendant sans objet la question de l'indemnisation du préjudice.

(65) L'idée sous-jacente est que la liberté de choix de l'investisseur victime de l'information trompeuse a été faussée et qu'il a donc été privé de la possibilité d'effectuer un arbitrage éclairé quant au placement de ses fonds. Cette formule est reprise dans plusieurs arrêts : V. par exemple dans l'affaire *Sidel*, qui considère que le préjudice des actionnaires victimes de la fausse information consiste en « *la perte de chance d'arbitrer en connaissance de cause* ». Dans l'affaire *Vivendi*, le tribunal considère que le préjudice consiste en « *une perte de chance d'effectuer des arbitrages plus judicieux que l'achat ou la conservation des titres* ».

2.1 Les hypothèses

22.- De manière synthétique, les hypothèses dans lesquelles un préjudice de perte de chance a été reconnu aux investisseurs en raison de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses concernant la société dont ils détenaient les titres sont au nombre de trois⁶⁶ :

- > les actionnaires sont indemnisés au titre de la perte d'une chance d'avoir pu céder leurs titres à un cours plus avantageux, en raison de la diffusion d'informations négatives sur les résultats, tandis qu'une procédure de garantie de cours s'est réalisée quelques jours plus tard (affaire *Flammarion*) dont il n'était pas fait état ;
- > les actionnaires sont indemnisés pour avoir acquis des titres en considération d'informations faussement optimistes, en perdant une chance de réaliser un investissement plus avantageux (affaires *Sidel*, *Regina Rubens*, *Gaudriot*, *Vivendi*, *Marionnaud*⁶⁷) ;
- > les actionnaires sont indemnisés de la perte d'une chance de renoncer à leur investissement lorsqu'ils ont conservé leurs titres (affaires *Sidel*, *Gaudriot*, *Vivendi*, *Marionnaud*⁶⁸).

(66) Nous reprenons ici la présentation des professeurs T. Bonneau et F. Drummond dans leur traité, *Droit des marchés financiers*, Economica, 3^e éd., 2010, spéc. n° 529, p. 753-754.

(67) Paris, Pôle 5 - Chambre 5-7, 19 mars 2013, n° 2011/06831.

(68) Paris, Pôle 5 - Chambre 5-7, 19 mars 2013, préc. : « *la circonstance que les acquisitions ont été effectuées au moment où le cours des actions chutait n'est pas de nature à exclure l'existence d'un lien de causalité entre les informations trompeuses divulguées sur la situation de la société et le préjudice subi ; qu'en effet, la société AFI ESCA a, de manière certaine, été privée de la possibilité d'effectuer des décisions d'investissements en connaissance de cause, et des arbitrages éclairés, en particulier en renonçant aux placements déjà réalisés* ».

2.2 La mise en œuvre

23.- Au plan de leur mise en œuvre, les décisions rendues imposent un double constat :

- > en toute hypothèse, la position adoptée par la Cour de cassation exclut à titre de principe toute demande d'indemnisation du préjudice à hauteur de la totalité des pertes en capital subies par le demandeur⁶⁹ ;
- > en pratique, le recours à la qualification de la perte de chance conduit les juges du fond à procéder à une indemnisation forfaitaire variable et largement imprévisible.

3. L'évaluation de la perte de chance : le caractère forfaitaire de l'indemnisation

24.- A l'analyse de la jurisprudence, il apparaît que les juges du fond procèdent le plus souvent à une indemnisation forfaitaire.

La jurisprudence détermine ainsi la chance perdue sur la base d'un forfait par action (3.1) ou de l'octroi d'une somme forfaitaire (3.2) selon des critères non déterminés, sans justification du montant du préjudice effectivement subi.

3.1 L'octroi d'un forfait par action

25.- Un forfait par action a ainsi été octroyé dans les affaires *Sidel* et *Vivendi*, à hauteur de 10 € par action :

(69) Tirant les conséquences de ce principe, l'arrêt *Marionnaud* énonce dans ses motifs que « la réparation d'une perte de chance doit être mesurée à la chance perdue et ne peut être égale à l'avantage qu'aurait procuré cette chance si elle s'était réalisée ; que dès lors, il ne peut être fait droit à la demande principale de la société AFI ESCA qui aboutit à l'indemniser des pertes effectivement enregistrées à la suite de la baisse du cours du titre *Marionnaud* », Paris, Pôle 5 - Chambre 5-7, 19 mars 2013, *préc.*

- > dans l'affaire *Sidel*, l'indemnisation a été octroyée à hauteur d'un forfait de 10 € par action détenue, sans aucune justification au soutien d'un tel montant⁷⁰ ;
- > dans le jugement *Vivendi*, c'est également un forfait à hauteur de 10 € par action qu'a octroyé, en réparation de la perte de chance, le TGI de Paris. En l'espèce, il a pourtant été relevé que pendant la période considérée, le cours du titre était passé de 74 à 21 euros, soit une baisse de 53 euros.

3.2 L'octroi d'une somme forfaitaire

26.- Une somme forfaitaire a été attribuée dans les affaires suivantes :

- > dans l'affaire *Flammarion*, les actionnaires obtinrent un taux élevé de réparation égal à 88%⁷¹ de la différence entre la valeur de cession de leurs titres et celle qu'ils en auraient retirée s'ils les avaient apportés à l'offre de garantie de cours, compte tenu de l'« aléa très faible » auquel était soumise la perte de chance ;
- > dans l'affaire *Regina Rubens*, le demandeur obtint 10% de la somme demandée, compte tenu de la dimension stratégique de sa décision d'investissement, révélatrice d'un fort aléa ;
- > dans l'arrêt *Marionnaud*, le cours avait subi une chute de 30% et les demandeurs ne furent finalement indemnisés qu'à hauteur de 51% de la baisse du cours constatée.

(70) Paris 9^e ch. sect. B, 17 oct. 2008, *préc.* : « *Que, si les actionnaires minoritaires rassemblés au sein de l'association ADAM, demandent à ce que cette perte de chance soit évaluée sur la base de la transaction intervenue le 31 janvier 2002 entre d'une part, la société Sidel et un actionnaire principal, Eurazeo, filiale du groupe financier Lazard, et, d'autre part, une société Deminor, agissant pour le compte de certains actionnaires de Sidel, le tribunal, a, à raison, considéré que la discussion et la situation était différente de celle dont il était saisi ; **Que cette perte de chance sera évaluée à 10 euros par action détenue** ».*

(71) L'indemnisation a été effectuée sur la base d'une probabilité de réalisation de l'opération à 88% : ce pourcentage n'est pas mentionné en tant que tel dans l'arrêt mais se déduit des montants que la Cour a alloués.

Synthèse

A l'exception notable de l'arrêt *Flammarion*, dans lequel l'indemnisation a été déterminée compte tenu de la faiblesse de l'aléa affectant la réalisation de la garantie du cours dont n'avaient pu bénéficier les actionnaires en revendant leurs titres par suite de la diffusion par l'émetteur d'informations négatives sur les résultats trimestriels ne faisant pas état par ailleurs de la procédure de garantie de cours envisagée, et de l'arrêt *Regina Rubens*, prenant en compte la dimension stratégique de l'investissement, **les critères retenus par les juges du fond pour évaluer le préjudice des investisseurs sont largement indéterminés.**

A s'en tenir à un strict examen de la motivation des décisions citées, il apparaît que pour quantifier le préjudice, les juges du fond s'en tiennent à des considérations générales relatives à l'aléa boursier qui ne fournissent aucune prévisibilité aux justiciables.

Ainsi, dans l'affaire *Sidel*, les juges ont fait une référence générique au « *risque et [à] l'aléa propre à tout investissement boursier* » et, dans l'affaire *Marionnaud*, la somme allouée en réparation du préjudice a été fixée en « *tenant compte de l'aléa que comportent les opérations d'investissement en bourse* ».

Ces deux formules adoptées par l'arrêt *Sidel*, qui a introduit la méthode du forfait par action, et dans l'arrêt *Marionnaud*, rendu en dernier lieu, mettent en lumière une volonté des juges du fond d'exercer sans contrainte la liberté qui résulte de la qualification du préjudice subi en perte d'une chance. En réalité, les juges du fond jugent en équité, ce qu'ils ne sont pas autorisés à faire, et se soustraient, par l'absence de tout critère objectif dans leur méthode d'évaluation du préjudice, à toute forme de contrôle.

L'état du droit positif en matière d'évaluation du préjudice financier de l'investisseur appelle ainsi nombre de réserves et de critiques.

TABLEAU 1

Les comportements des investisseurs et le préjudice reconnu par les juges du fond

		Indemnisation à hauteur de la totalité des pertes subies	Indemnisation de la seule perte d'une chance	
			Somme forfaitaire globale	Somme forfaitaire par action
Préjudice de conservation		<i>Regina Rubens</i> : pour les petits porteurs	<i>Marionnaud</i>	<i>Vivendi</i> <i>Sidel</i>
Préjudice d'action	Acquisition suivie de revente à perte	<i>Eurodirect Marketing</i>	<i>Marionnaud</i> <i>Regina Rubens</i> : pour LV Capital	<i>Sidel</i>
	Cession		<i>Flammarion</i>	

TABLEAU 2

	Types d'information			Types d'investisseur	
	Comptes inexacts	Opération	Perspectives industrielles et commerciales	Instit.	Petits porteurs
<i>Pallas-Stern</i>	✓				✓
<i>Flammarion</i>		✓			✓
<i>Dapta-Malinjoud</i>	✓				✓
<i>Eurodirect Marketing</i>	✓				✓
<i>Regina Rubens</i>	✓		✓	✓	✓
<i>Sidel</i>	✓		✓		✓
<i>Gaudriot</i>	✓				✓
<i>Vivendi</i>	✓	✓			✓
<i>Marionnaud</i>	✓				✓

Données des principales décisions

Comportement de l'investisseur			Préjudice indemnisé	
Conservation	Action		Indemnisation en totalité des pertes subies	Perte de chance Forfait uniforme par action
	Acquisition suivie de revente à perte	Cession		
✓			Ventilation d'un préjudice moral de 1 à 10.000 Fr. entre les actionnaires	
		✓		✓
✓			✓ Calcul non précisé du montant de la somme allouée	
	✓		✓	
	✓		✓	✓
✓	✓	✓		✓
✓	✓	✓	Méthode non précisée	
✓	✓	✓		✓
✓	✓	✓		✓

II. Critique des solutions retenues

27.- A défaut de tout dispositif spécial propre à l'indemnisation du préjudice des investisseurs, l'évaluation du préjudice s'inscrit dans le cadre des règles et principes du droit commun de la responsabilité civile telles qu'ils ont été précédemment exposés. En particulier, l'évaluation du préjudice doit être réalisée dans le respect du principe de la réparation intégrale, ce qui suppose un préjudice direct et certain, et une indemnisation ayant pour objet de compenser exactement le préjudice subi.

Or, l'exposé des solutions retenues révèle un grand nombre d'insuffisances résultant du recours désormais exclusif à la perte de chance (A) comme du caractère forfaitaire de l'indemnisation octroyée par les juridictions (B).

A. La critique du recours à la perte de chance

28.- Nul doute que le recours à la perte de chance présente des intérêts pratiques non négligeables. En effet, la jurisprudence *Gaudriot* a été globalement bien accueillie parce qu'elle a été considérée comme ouvrant la voie à une indemnisation plus aisée des victimes, en allégeant très largement la charge de la preuve leur incombant quant au préjudice réellement subi. Par ailleurs, la tâche des juges se trouve simplifiée puisqu'ils n'ont pas à « *procéder à un examen approfondi de la situation particulière de chaque investisseur* »⁷². Il n'en demeure pas moins que le recours à la perte de chance pour réparer le préjudice financier subi par l'investisseur contrarie les principes qui gouvernent la responsabilité civile.

Dans le respect des principes du droit de la responsabilité, la perte de chance ne peut en effet être indemnisée que si elle constitue un

(72) N. Rontchevsky, « La réparation limitée du préjudice des investisseurs victimes d'une fausse information en droit français », *op. cit.*

préjudice certain, uni par un lien de causalité avec la faute reprochée à l'auteur du dommage.

A cet égard, la Commission s'est accordée sur le constat selon lequel le recours à la perte de chance occulte la nature véritable du préjudice subi par l'investisseur (1). Par ailleurs, la perte de chance est utilisée de façon artificielle pour éluder toute recherche rigoureuse du lien de causalité entre la faute et le préjudice effectivement subi (2) et exclut *a priori* toute individualisation du préjudice effectivement subi par un investisseur déterminé (3).

1. La limitation de l'assiette du préjudice réparable

29.- La Commission a constaté que la perte de chance de réaliser un investissement plus judicieux ne constitue pas, loin s'en faut, le seul préjudice indemnisable.

Dans le prolongement de critiques déjà formulées, il apparaît que la « standardisation » du recours à la perte de chance emporte comme conséquence d'exclure toute autre réparation plus étendue du préjudice⁷³.

En particulier, le préjudice ne peut jamais être déterminé en considération de l'impact de la faute sur la valeur du titre, en dépit de son caractère direct. Le préjudice résultant de l'impact de la fausse information sur le cours devrait pourtant faire l'objet d'une indemnisation à laquelle fait pour l'instant obstacle le recours systématique à la qualification de perte de chance destinée à en réduire artificiellement l'assiette⁷⁴.

(73) N. Rontchevsky, *ibid.*

(74) D. Martin, E. Dezeuze, F. Bouaziz et M. Françon, *Les abus de marché – Manquements administratifs et infractions pénales*, *op. cit.*, n° 388 et s., p. 283 : « Le préjudice le plus évident en cas de diffusion d'une information fautive ou trompeuse résulte de l'atteinte à la juste fixation des cours et de l'écart ainsi causé entre le prix d'achat ou de vente des titres et leur valeur réelle ».

Le préjudice de perte d'une chance est incontestablement une qualification réductrice compte tenu du rôle prêté à l'information dans la prise de décision de l'investisseur.

Dans le prolongement de réflexions déjà conduites⁷⁵, il apparaît que l'assiette du préjudice réparable ne saurait être réduite à la seule appréhension subjective de l'influence exercée par la fausse information sur la décision d'investissement mais doit s'étendre à la perturbation du fonctionnement du marché résultant de l'intégration d'une information fautive dans la formation du cours.

La Commission constate qu'en l'état du droit positif, le recours exclusif et systématique à la perte de chance a pour conséquence de réduire artificiellement l'assiette du préjudice sans aucune prise en compte de l'effet réel de la faute sur la formation du cours de l'action. Il n'apparaît pas de nature à permettre une réparation intégrale du préjudice réellement subi lorsque l'investisseur a effectivement agi sur un marché dont le fonctionnement a été perturbé par une information inexacte⁷⁶.

A cet égard, la réduction du droit à réparation à la seule perte d'une chance, au nom du caractère aléatoire de l'investissement, n'est pas justifiée. Elle procède en réalité d'un jugement moral lié au fait que l'investisseur prend un risque. Or, le droit à réparation ne saurait varier du seul fait que l'investisseur entreprend une activité intrinsèquement risquée. L'aléa boursier, parfaitement distinct de l'aléa de perte de chance, ne saurait justifier par principe la réduction du droit à réparation.

(75) N. Spitz, « La réparation des préjudices boursiers par désinformation devant la Cour de cassation : commentaire de l'arrêt de la Chambre commerciale du 9 mars 2010 », *RTDF* n° 2, 2010, p. 60 ; D. Martin, E. Dezeuze, F. Bouaziz et M. Françon, *op. cit.*, n° 388 et s., p. 282 ; D. Martin, « Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard », in *Mélanges AEDBF-France VI*, 2013, spéc. p. 408 et s.

(76) On suppose en effet que le marché est efficient (sous les formes faibles et semi-fortes) et reflète toutes les informations qui lui sont transmises qu'elles soient exactes ou non. On distingue, en effet, trois types d'efficience de marché : faible, semi-forte et forte selon la nature des informations intégrées par les cours. Pour l'efficience faible, toute information contenue dans les prix passés est intégrée dans les cours, pour l'efficience semi-forte se sont toutes les informations publiques qui sont intégrées alors que pour l'efficience forte, les cours intègrent également les données non publiques. Seules les deux premières (faibles et semi-fortes) peuvent être vérifiées par l'analyse économétrique.

2. L'arbitraire dans l'établissement du lien causal

30.- Ainsi qu'il a été rappelé, la perte de chance ne peut constituer un dommage réparable qu'à condition de présenter les caractères attendus de tout préjudice. Or, le recours à la perte de chance ici opéré par la jurisprudence porte atteinte au respect de ces exigences.

> **La confusion théorique entre le recours à la perte de chance et l'indemnisation d'un préjudice hypothétique.**

31.- La faute reprochée consiste en la diffusion d'informations inexactes, fausses ou trompeuses. Le recours à la perte de chance révèle à ce titre une insuffisance généralement observée lorsque le dommage a pour origine l'inexécution d'une obligation d'information.

A la difficulté d'établir avec certitude la réalisation de l'évènement favorable s'ajoute une difficulté supplémentaire relative *au comportement même de la victime*, dont il s'agit de déterminer comment elle aurait agi si elle avait bénéficié d'une information suffisante.

La reconstruction de la décision qu'aurait prise la victime mieux informée présente un caractère hypothétique sur le plan de la causalité⁷⁷. Reconnaître un préjudice de perte de chance en considération d'autres stratégies d'investissement qu'aurait pu adopter l'investisseur revient alors à reconnaître non un préjudice certain mais un préjudice hypothétique, comme tel non indemnisable.

A cet égard, le principe posé dans l'arrêt *Gaudriot* contrevient frontalement à l'exigence de certitude du préjudice puisqu'il prend appui directement sur les possibilités d'adoption de stratégies d'investissement alternatives pour la victime.

(77) G. Viney et P. Jourdain, *Les conditions de la responsabilité*, 3^e éd., L.G.D.J. 2006, n^o, n^o 369-1, p. 227 : « Comment être sûr alors que, dûment informée, la victime aurait eu le comportement propre à éviter le dommage ? Une incertitude affecte presque congénitalement le lien de causalité ».

La réalité de la chance perdue est fonction d'une variable qu'il est impossible d'établir avec certitude : celle du choix qu'aurait finalement effectué l'investisseur. L'indemnisation porte sur la probabilité que l'investisseur aurait fait autre chose de plus profitable et non sur l'issue éventuellement profitable d'une décision certaine.

L'état actuel de la jurisprudence conduit ainsi à l'indemnisation d'un préjudice qui n'est établi qu'en considération d'une attitude potentielle de la victime. Le lien de causalité n'est pas déterminé avec certitude du fait de l'indétermination du comportement qu'aurait finalement suivi l'investisseur⁷⁸.

La Commission constate que le recours à la qualification de la perte de chance par la **jurisprudence revient ici à indemniser un préjudice hypothétique, en violation de l'exigence de certitude du préjudice réparable.**

> La confusion pratique entre le recours à la perte de chance et l'établissement du lien de causalité

32.- Le recours systématique à la perte de chance dans la jurisprudence révèle qu'elle ne constitue pas simplement un remède à une incertitude sur le lien causal. Elle permet ici d'éviter toute discussion sur le lien causal.

La motivation des décisions rendues par les juges du fond révèle qu'il n'existe en effet aucune justification claire permettant d'établir en quoi la faute est effectivement à l'origine du préjudice indemnisé.

Par la liberté qu'elle offre aux juges du fond, la qualification de perte de chance permet une détermination du *quantum* du préjudice qui échappe à toute justification en termes de causalité. L'explication fondée sur l'aléa inhérent à tout investissement en titres financiers sert tout à la fois à fonder le recours à la perte de chance et à exclure toute motivation rigoureuse du montant du préjudice indemnisé.

(78) M. Nussenbaum, « L'évaluation des préjudices économiques », *op. cit.*, §12.

La Commission constate les insuffisances évidentes qui affectent la motivation des décisions rendues par le juge judiciaire. Le recours à la perte de chance conduit au développement d'une jurisprudence imprévisible dans laquelle la quantification s'opère de façon arbitraire, sous couvert de l'aléa de marché. La quantification du préjudice est ainsi réalisée sans aucune justification rigoureuse sur le terrain du lien de causalité.

3. L'absence d'individualisation des situations

33.- Le recours à la qualification de perte de chance a été approuvé par certains en raison de la simplification que la notion apporte au traitement des actions en réparation. La perte de chance permet d'éviter toute recherche au cas par cas du préjudice allégué par chaque investisseur⁷⁹ et serait ainsi adaptée au traitement d'un contentieux de masse⁸⁰.

Outre sa contrariété manifeste au principe de réparation intégrale⁸¹ et au caractère personnel du préjudice indemnisable, cet avantage ne compense nullement les inconvénients qui résultent du recours systématique à la perte de chance. Elle constitue le seul préjudice réparable, et conduit à une indemnisation collective artificielle.

34.- Le recours à la perte de chance procède d'une confusion entre la dimension collective du dommage et l'existence de préjudices individuels.

Il conduit en effet à un traitement indifférencié des investisseurs, sans considération de leur comportement. Peu importe aujourd'hui que les actionnaires aient acquis leurs titres avant la diffusion de la fausse information, ou qu'il les aient successivement revendus ou conservés. Le préjudice indemnisable reçoit la même qualification et est détermi-

(79) S. Schiller, « Nature des fautes susceptibles d'engager la responsabilité des dirigeants à l'égard des actionnaires et méthode d'évaluation du préjudice subi », *JCP E* 2010, 1483.

(80) N. Rontchevsky, « L'indemnisation du préjudice des actionnaires trompés par de fausses informations », *Bull. Joly Bourse* 2010, p. 316.

(81) Cf. *infra*, le développement suivant consacré au caractère forfaitaire de l'indemnisation.

né selon le même montant et les mêmes motifs. Le caractère forfaitaire de l'indemnisation (montant ou pourcentage par action) conduit à octroyer une indemnité identique à l'ensemble des actionnaires, qu'ils aient acquis les titres ou n'aient fait que les conserver. De même, la référence aux alternatives d'investissement possibles n'est nullement adaptée aux situations nécessairement distinctes des investisseurs, qui n'ont par hypothèse pas tous la même stratégie d'investissement.

Le recours à la perte de chance permet alors la réparation d'un préjudice dont l'existence n'est pas avérée lorsque l'investisseur se prévaut d'une inaction consécutive à la diffusion de fausses informations (comportement de non acquisition ou de conservation). Dans cette hypothèse, l'évaluation de la perte de chance repose sur une appréciation aléatoire du comportement hypothétique de l'investisseur, dont la preuve n'est pas rapportée. Un tel préjudice est par essence incertain et en tous les cas indirect.

35.- Face à cette situation, différentes pistes ont ainsi été suggérées pour mieux apprécier le préjudice subi en considération des différentes situations des investisseurs.

La doctrine a d'abord souligné la nécessité de distinguer les situations des actionnaires selon :

- > qu'ils ont acquis les actions avant la diffusion de l'information erronée sans les revendre après ;
- > qu'ils ont acquis les actions avant la diffusion de l'information erronée, puis les ont revendues après cette diffusion ;
- > qu'ils ont acquis les titres après la diffusion de l'information erronée et les ont conservés ;
- > qu'ils ont acquis les titres après la diffusion de l'information erronée et les ont finalement cédés⁸².

(82) E. Dezeuze, « Affaire Sidel : après l'arrêt de la Cour d'appel, plusieurs interrogations et quelques doutes sur l'action civile en matière d'infractions boursières », *Bull. Joly Bourse* 2009, p. 28 ; *RTDF*, n° 4, 2008, p. 137.

Plus précisément encore, on a souligné que la perte de chance serait inapte à fonder l'indemnisation du préjudice subi par les investisseurs ayant acquis les titres sur la base d'une information fautive, et invité ainsi à distinguer les préjudices d'acquisition et de conservation, au titre de laquelle les investisseurs ne sauraient invoquer aucune moins-value⁸³.

Il a également été suggéré de définir plus précisément le domaine de la perte de chance en la restreignant à l'hypothèse dans laquelle un actionnaire aurait perdu une chance de vendre plus cher en raison d'une information fautive⁸⁴.

L'ensemble de ces réflexions ont nourri le travail des membres de la Commission.

36.- En définitive, la Commission entend souligner les imperfections qui résultent de l'application généralisée et indifférenciée de la qualification du préjudice comme perte d'une chance à des situations fondamentalement différentes.

Le recours à la perte de chance pose en effet deux problèmes évidents au regard de l'exigence d'individualisation du préjudice :

- > d'une part, sa mise en œuvre est dépourvue de rigueur : le comportement de chaque investisseur, selon qu'il possédait déjà les titres ou les a acquis, a nécessairement une incidence sur les conséquences préjudiciables résultant de la fautive information ;**
- > d'autre part, le critère sur lequel elle repose n'est pas adapté : les investissements alternatifs ne peuvent, par définition, être déterminés que pour chaque investisseur donné.**

(83) D. Martin, note sous Paris, Pôle 5 - Chambre 5-7, 19 mars 2013, *Marionnaud*, n° 2011/06831, *JCP E*, 2013, 1315.

(84) C. Clerc, « La réparation du préjudice subi par un actionnaire du fait de la diffusion de fautes informations », *RTDF* n° 1 - 2007, p. 31.

La perte de chance est en réalité détournée de sa fonction – pallier les doutes sur la certitude du dommage – pour devenir l'instrument d'un mécanisme d'indemnisation collective. Elle devient le procédé de mise en œuvre d'une indemnisation forfaitaire contraire au principe de la réparation intégrale.

B. La critique du caractère forfaitaire de l'indemnisation

37.- L'examen des solutions retenues en jurisprudence révèle que le recours à la perte de chance est en réalité indissociable de l'évaluation collective et forfaitaire versée à une pluralité de victimes, dans le prolongement de critiques déjà adressées par la doctrine⁸⁵.

Au cours de ses travaux, la Commission s'est accordée pour voir dans l'évaluation actuelle du préjudice des investisseurs à laquelle procède le juge civil une indemnisation forfaitaire, contraire au principe de la réparation intégrale (1) et inadaptée au fonctionnement du marché boursier (2).

1. L'atteinte au principe de la réparation intégrale du préjudice

38.- Ainsi qu'il a été rappelé, le principe de la réparation intégrale fait obstacle à toute indemnisation forfaitaire du préjudice. Le mécanisme de l'indemnisation forfaitaire encourt de ce fait, une double critique.

D'une part, l'octroi d'une somme forfaitaire par action pour l'ensemble des investisseurs est à l'origine d'un effet d'aubaine pour certains actionnaires qui bénéficient d'une indemnisation en ne faisant que conserver des titres alors qu'elle ne compense nullement l'intégralité du préjudice subi par d'autres ayant acquis les titres à une valeur supérieure à celle qui aurait pu résulter d'une information intègre.

(85) En dernier lieu, D. Martin, « Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard », *op. cit.*, spéc. p. 411.

39.- D'autre part, cette indemnisation indifférenciée par l'octroi d'une somme forfaitaire confère aux actions en responsabilité une dimension non plus réparatrice mais punitive.

A cet égard, il convient de bien souligner le traitement dont font l'objet les manquements à l'information du public par communication d'une information inexacte, fausse ou trompeuse.

Dans le cadre de ses missions, telles que définies par l'article L. 621-1 du Code monétaire et financier, l'Autorité des marchés financiers dispose d'un pouvoir de sanction qui peut conduire, entre autres, au prononcé de sanctions pécuniaires au titre de manquements ou d'abus de marchés, tels qu'ils sont définis par les articles 611-1 et suivants de son règlement général⁸⁶. Les conséquences préjudiciables du comportement constitutif du manquement ou de l'abus de marché peuvent à ce titre influencer sur la détermination de la sanction adéquate⁸⁷.

(86) Est ainsi sanctionné au titre du manquement de communication d'informations fausses ou trompeuses le fait de « *communiquer, ou de diffuser sciemment, des informations, quel que soit le support utilisé, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers, y compris en répandant des rumeurs ou en diffusant des informations inexactes ou trompeuses* », au sens de l'article 632-1, alinéa 1^{er}, du règlement général.

(87) Aux termes de l'article L. 621-15, III, c), alinéa 2 du Code monétaire et financier, « *le montant de la sanction doit être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits éventuellement tirés de ces manquements* ». Dans un rapport publié le 8 octobre dernier - *Rapport sur le prononcé, l'exécution de la sanction et le post-sentenciel du Groupe de travail présidé par Claude Nocquet, Présidente de la Commission des sanctions* -, il est proposé d'introduire à l'article L. 621-15, III du Code monétaire et financier une disposition précisant les critères en application desquels la Commission des sanctions doit déterminer la sanction. Au point (g) de la proposition, il est énoncé que la sanction est déterminée « *en fonction de toute circonstance atténuante et, notamment, des mesures prises par la personne mise en cause pour remédier aux dysfonctionnements constatés et éviter la répétition du manquement ou pour réparer les préjudices causés aux tiers* » (p. 24). Cette proposition vise à codifier les critères de détermination de la sanction dégagés dans la pratique décisionnelle de l'AMF (cf., en particulier, les décisions énumérées pages 8-9).

Par ailleurs, lorsque les faits de diffusions d'informations fausses ou trompeuses sont susceptibles de recevoir une qualification pénale au sens de l'article 465-2 du Code pénal⁸⁸, les juridictions répressives sont compétentes pour prononcer une peine à l'encontre de l'auteur de l'infraction. Les sanctions pénales ainsi prononcées ont un caractère intrinsèquement punitif et visent l'auteur de l'infraction.

Enfin, dans le cadre d'une action en réparation, que celle-ci soit formée devant les juridictions civiles ou par le biais d'une action civile devant les juridictions répressives, les demandes formées par les victimes du dommage ont **pour finalité exclusive d'obtenir réparation de leur préjudice**. Il est donc nécessaire de bien distinguer la sanction des comportements répréhensibles, qui relève du juge pénal ou des autorités de marché, et la réparation du préjudice subi par l'investisseur, qui seule relève du juge civil.

Sous cet aspect, de la même manière que la réparation des conséquences préjudiciables du comportement répréhensible ne constitue pas l'objet premier de la sanction prononcée par l'AMF ou de la peine prononcée par les juridictions pénales, la punition de l'auteur d'un dommage est étrangère à la détermination du préjudice indemnisable dans le cadre d'une action en réparation.

Il est donc essentiel que le juge civil s'en tienne à sa véritable fonction qui consiste à indemniser les victimes d'un dommage à hauteur du préjudice subi et non à sanctionner les auteurs d'un dommage par l'octroi d'une indemnisation forfaitaire à un ensemble de demandeurs qui n'ont pas tous souffert un égal préjudice.

(88) La sanction pénale s'applique au fait de « répandre dans le public par des voies et moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses (...), de nature à agir sur les cours », en vertu de l'article L. 465-2, alinéa 2, du Code monétaire et financier. Au sens de l'article L. 465-2, al. 2 du Code monétaire et financier, les informations fausses ou trompeuses portent sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier ou d'un actif visé au II de l'article L. 421-1 admis sur un marché réglementé, à l'instar de l'information privilégiée au sens de l'article L. 465-1, alinéa premier. L'article 632-1 dispose que les informations inexactes, imprécises ou trompeuses doivent donner ou être susceptibles de donner des indications sur des instruments financiers, ce qui équivaut en définitive à l'objet de l'information privilégiée au sens de l'article 621-1, qui concerne, « directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers ».

2. La méconnaissance du fonctionnement du marché boursier

40.- L'état actuel de la jurisprudence ne méconnaît pas simplement le principe de la réparation intégrale. Il s'affranchit en outre de la réalité du fonctionnement des marchés boursiers.

Le recours à la perte de chance trouve à ce jour une justification commode dans le caractère aléatoire de la rentabilité des investissements en titres financiers. Cette justification, avancée dans les motifs des juges du fond au soutien de l'évaluation arbitraire du préjudice à laquelle ils procèdent, relève d'une analyse inexacte de la portée de l'aléa boursier sur le raisonnement indemnitaire.

Le caractère aléatoire de la détermination de la valeur d'un actif financier résulte de la multiplicité des facteurs susceptibles d'influer sur son cours. C'est donc au stade de la détermination du rapport de causalité unissant la faute et le dommage que l'aléa devrait être pris en compte, pour déterminer l'impact réel de la fausse information sur les cours par rapport aux autres facteurs l'ayant influencé⁸⁹. Des expertises permettent à ce titre de prendre en considération la volatilité des cours⁹⁰.

En revanche, il ne saurait fonder le recours à la perte de chance pour légitimer une indemnisation arbitraire. En effet, l'actionnaire qui investit sur les marchés est par hypothèse prêt à courir l'aléa boursier et ne peut donc invoquer un préjudice à ce titre. C'est uniquement l'aléa de perte de chance causé par la diffusion d'informations trompeuses qui peut constituer un préjudice réparable⁹¹.

(89) D. Martin, note sous Paris, Pôle 5 - Chambre 5-7, 19 mars 2013, *Marionnaud*, n° 2011/06831, *JCP E* 2013, 1315, et « Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard », *op. cit.*, spéc. p. 411 : « la perte de chance, si elle était pertinemment mise en œuvre dans le domaine boursier, ne devrait nullement dispenser le juge de déterminer les conséquences de la fausse information sur le cours des instruments financiers concernés ».

(90) C. Clerc, « La réparation du préjudice subi par un actionnaire du fait de la diffusion de fausses informations », *op. cit.*, p. 38.

(91) Pour le comprendre, on peut raisonner par analogie avec la course de chevaux : l'aléa de la course est distinct de l'aléa résultant d'une faute du jockey faisant perdre une chance de gagner la course.

Au contraire, en recourant exclusivement à la notion de perte de chance pour réparer le préjudice de l'investisseur, la jurisprudence actuelle opère une confusion entre l'aléa boursier propre à l'évolution de la valeur d'actifs financiers cotés et l'aléa de la perte de chance qui vise tout autre chose : une éventualité favorable dont la disparition certaine oblige celui par la faute duquel elle est survenue à réparer le dommage ainsi causé.

41.- La position actuelle de la jurisprudence relative à l'évaluation du préjudice financier de l'investisseur présente donc de graves insuffisances :

- > elle conduit à une détermination arbitraire du montant du préjudice d'un cas à l'autre ;
- > elle exclut par hypothèse toute indemnisation de la perte en capital résultant de l'impact de la fausse information sur les cours ;
- > elle conduit à une détermination forfaitaire et collective du préjudice, en contradiction avec le principe de la réparation intégrale ;
- > elle procède d'une mauvaise appréhension des mécanismes de formation des cours et de l'impact réel de la fausse information sur le prix des titres financiers.

Pour l'ensemble de ces raisons, la Commission estime que la méthode actuelle doit être abandonnée au profit de l'adoption d'une méthode rigoureuse d'évaluation du préjudice réparable devant les juridictions civiles.

Proposition n°1 : 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.

2^{ÈME} PARTIE

La proposition d'une nouvelle méthodologie de calcul du préjudice financier de l'investisseur

42.- Face aux nombreuses critiques qui ont pu être dressées, la Commission entend clarifier la méthode de calcul du préjudice, ce qui suppose une identification préalable des préjudices réparables (I), avant de proposer une méthode d'évaluation de ces préjudices (II).

I. L'identification des préjudices réparables

44.- A l'évidence, il existe deux manières de raisonner lorsqu'il est question d'analyser le préjudice résultant de la diffusion de fausses informations :

- > la première, adoptée par la jurisprudence française, consiste à réparer le préjudice résultant de l'atteinte à la possibilité de faire des choix de façon éclairée grâce à une information précise et sincère ; elle consiste à raisonner en termes de perte de chance et à réparer la perte de chance d'avoir effectué un arbitrage plus judicieux⁹² ;

(92) D. Schmidt, « De quelques règles procédurales régissant l'action en responsabilité civile contre les dirigeants de sociétés "cotées" *in bonis* », in *Etudes de droit privé offertes à P. Didier*, Economica, 2008, p. 388. Contra, C. Clerc, « La réparation du préjudice subi par un actionnaire du fait de la diffusion de fausses informations », *op. cit.*, p. 37, qui estime cette théorie « contestable ». V. plus généralement, les développements en 1^{ère} partie.

- > la seconde, que l'on retrouve majoritairement à l'étranger, consiste à réparer les conséquences de l'influence indûment exercée par l'information trompeuse sur le cours des instruments financiers⁹³ : le préjudice réparé consiste dès lors dans les conséquences subies par chaque investisseur en raison d'entraves à l'efficience du marché.

Ces deux manières de raisonner correspondent à deux préjudices distincts que l'investisseur est susceptible de subir : **la perte d'une opportunité d'investissement et la perte de valeur de l'investissement réalisé.**

Les contours de ces deux types de préjudice doivent être précisément identifiés en redonnant à la perte de chance la seule place qui lui revient (A), et en dressant une typologie des hypothèses dans lesquelles une perte de valeur est susceptible d'être réparée (B).

A. Les différents types de préjudice

1. La perte de valeur

45.- Le recours systématique à la perte de chance par la jurisprudence repose sur un postulat discutable selon lequel le dommage naturellement subi par l'investisseur consisterait dans l'altération de sa capacité d'arbitrage⁹⁴. Or, ce postulat ne correspond pas toujours à la réalité.

(93) Les juridictions américaines considèrent le plus souvent que la perte n'existe que si l'omission a été révélée et qu'elle a entraîné une baisse du cours. V. par exemple l'arrêt de la Cour suprême *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo* 544 U. S. 336 (2005).

(94) V. par exemple dans l'affaire *Sidel*, qui considère que le préjudice des actionnaires victimes de la fausse information consiste en « *la perte de chance d'arbitrer en connaissance de cause* ». Dans l'affaire *Vivendi*, le tribunal considère que le préjudice consiste en « *une perte de chance d'effectuer des arbitrages plus judicieux que l'achat ou la conservation des titres* ».

Par principe, le caractère faux ou trompeur de l'information diffusée a une influence directe sur le prix payé. La question ne se présente pas alors en termes de perte de chance : le préjudice principal subi par l'investisseur est un préjudice certain qui consiste à avoir acquis ses titres sur un marché mal informé et donc, à un prix supérieur à celui qu'il aurait dû payer sur un marché bien informé. Un tel préjudice est exempt de considérations psychologiques tenant au choix que l'investisseur aurait fait en l'absence d'information trompeuse.

La question n'est donc pas de savoir ce que l'investisseur aurait fait si l'information avait été fidèle et sincère mais quelles sont les conséquences financières directes de l'information trompeuse sur l'investissement de l'investisseur, ou, pour le dire autrement, de déterminer si la diffusion de l'information trompeuse a entraîné une altération du cours de bourse.

Les dirigeants auxquels incombe l'information sur la société ne sont pas des intermédiaires chargés de conseiller les investisseurs sur leur placement financier. Ils n'ont pas pour mission de permettre à l'investisseur d'effectuer le meilleur investissement possible, mais de garantir le fonctionnement efficient du marché.

Dès lors, *par principe*, le préjudice subi par l'investisseur n'est pas une perte de chance de réaliser un meilleur investissement, mais un **préjudice direct et certain, consistant dans l'acquisition ou la revente de titres sur un marché dont le fonctionnement a été perturbé par une information inexacte, et à un prix supérieur ou inférieur au cours auquel le titre se serait traité si l'information avait été intègre.**

Proposition n°2 : La Commission propose de définir le préjudice réparable comme la perte directement subie par chaque investisseur du fait de l'influence indûment exercée sur le cours des titres par la diffusion de l'information fautive ou trompeuse. Un tel préjudice consiste, par principe, dans la perte de valeur de l'investissement réalisé.

Un tel constat ne saurait cependant priver les plaideurs du droit de se plaindre d'autres formes de préjudice, et en particulier de la perte d'une chance de réaliser un investissement alternatif plus avantageux.

2. La perte d'une opportunité spécifique d'investissement

46.- Il est parfaitement possible que l'investisseur puisse se prévaloir d'un préjudice différent de la simple perte de valeur de l'investissement réalisé.

Il en ira ainsi, notamment, lorsque l'investisseur, influencé par l'information trompeuse diffusée, aura, en présence de deux projets d'investissement qu'il examinait concurremment, délaissé un projet sérieux lucratif en faveur du projet finalement retenu. On peut songer à un investisseur qui, souhaitant réaliser un investissement sur la base de critères précis – tels des critères RSE par exemple –, aurait envisagé des possibilités concurrentes d'investissement et finalement retenu un émetteur, en raison de l'annonce d'une stratégie dans le secteur du développement durable. Si l'annonce s'avérait par la suite trompeuse, l'investisseur pourrait parfaitement se plaindre d'une perte de chance d'avoir arbitré en faveur d'un autre investissement plus lucratif.

Dans cette hypothèse, l'investisseur ne subit pas une vague et hypothétique perte de chance d'avoir privilégié un autre investissement, mais la perte d'une opportunité spécifique, dûment identifiée.

47.- La Commission estime la réparation d'un tel préjudice parfaitement possible mais insiste sur la nécessité de redonner à la perte de chance sa juste place. Sa réparation doit être en conséquence doublement encadrée :

- (i) la réalité de la perte d'une chance de réaliser un investissement alternatif plus lucratif doit être démontrée par l'investisseur.

La perte de chance ne saurait ici être invoquée par le plaideur comme un palliatif du caractère hypothétique et aléatoire de son préjudice. Seule la perte d'une réelle opportunité spécifique d'investissement identifiée doit être indemnisée. L'indemnisation de la perte de chance suppose l'existence d'alternatives d'investissement crédibles et identifiées. De même, le lien direct entre la diffusion de l'information trompeuse et le choix d'investissement opéré devra être précisément démontré. L'exigence de causalité est ici resserrée : **l'admission de la réparation d'un préjudice de perte de chance suppose établi le caractère décisif de l'information trompeuse sur la décision d'investissement.**

La reconnaissance d'une perte de chance réparable suppose alors que l'investisseur apporte la preuve que (a) dans sa situation individuelle, la diffusion de l'information trompeuse l'a conduit à procéder à des arbitrages différents de ceux qu'il aurait faits dans une situation d'information efficiente du marché et (b) qu'il aurait pu tirer de ces arbitrages un profit dont il a ici été privé.

- (ii) La réparation de la perte d'une chance de réaliser un investissement alternatif plus lucratif ne saurait être cumulée avec la réparation de la perte de valeur de l'investisseur réalisé.

Dès lors que l'investisseur a choisi d'être indemnisé d'avoir été mal informé, il se trouve remis dans la situation où l'investissement effectivement choisi aurait été fait sur la base d'informations exactes et renonce de ce fait à la possibilité d'invoquer un autre investissement possible. L'investisseur ne saurait dès lors entendre demander concomitamment réparation de ce qu'il aurait pu obtenir en choisissant un autre investissement et de la perte de valeur de l'investissement effectivement choisi : ces deux préjudices sont alternatifs et non cumulatifs.

De deux choses l'une en effet : soit il estime et parvient à démontrer que l'information trompeuse a été décisive dans son choix d'investissement, et il pourra alors demander réparation de la perte d'une chance d'obtenir les gains qu'un investissement alternatif envisagé lui

aurait permis d'escompter ; soit il n'est pas démontré que l'information trompeuse ait eu une telle influence et le seul préjudice réparable consistera dans la perte de valeur de l'investissement effectivement réalisé.

Concrètement, un choix est offert à l'investisseur entre la réparation de la perte de valeur de l'investissement réalisé et la réparation de la perte de chance d'en avoir réalisé un autre si des circonstances particulières le justifient.

Proposition n°3 : La Commission propose de restituer à la perte de chance sa fonction véritable en substituant à la réparation généralisée et forfaitaire de la perte de chance la réparation de la seule perte d'opportunité spécifique.

L'investisseur peut en conséquence, s'il le souhaite et démontre son existence, obtenir réparation de la perte d'une opportunité spécifique d'investissement avant la diffusion d'informations erronées en lieu et place de la réparation de la perte de valeur de son investissement que les informations erronées ont entraînée pour lui.

B. La typologie des préjudices de perte de valeur

48.- L'approche retenue, qui repose sur la réparation à titre de principe de la perte de valeur de l'investissement réalisé, impose d'établir une typologie des actionnaires en fonction des comportements constatés⁹⁵, et de la chronologie du processus d'investissement. On ne peut en effet traiter de la même manière celui qui a acquis, vendu, ou conservé les titres en question. Sophie Schiller relève à juste titre qu' « *en théorie, trois situations doivent être distinguées. Les titres*

(95) S. Schiller, « L'indemnisation du préjudice de l'actionnaire en cas de diffusion d'une information erronée », *Dr. sociétés*, Août 2009, étude 12.

ont pu être revendus avant que la fausse information ait été corrigée. L'actionnaire n'aura dans ce cas subi aucun préjudice lié au caractère erroné de l'information ayant acheté et vendu sur la base des mêmes fausses informations. En revanche, s'il a vendu après la correction de cette fausse information ou s'il détient toujours les titres, il subira un préjudice, dès lors qu'il a acheté avant la diffusion d'informations »⁹⁶.

Ainsi, si l'on excepte la situation dans laquelle une perte d'opportunité spécifique peut être démontrée, le préjudice consiste nécessairement dans la perte liée à l'acquisition du titre à un prix supérieur au juste prix, ou à la cession d'un titre à un prix inférieur au juste prix, dans chaque cas après la diffusion de la fausse information.

En revanche, ne constituent pas des préjudices les situations dans lesquelles se trouve placé un investisseur qui n'a pris aucune décision. Ne doivent donc plus être considérés comme réparables :

- > le préjudice de conservation (perte d'une chance d'avoir vendu) ;
- > le préjudice de non-acquisition (perte d'une chance d'avoir acheté).

49.- L'existence d'un préjudice s'apprécie pendant la période durant laquelle le marché ne dispose pas d'informations exactes :

- > le comportement de l'investisseur avant la période de diffusion de la fausse information est indifférent ;
- > le comportement de l'investisseur après la période de diffusion de la fausse information est indifférent. Il importe peu qu'il cède ou conserve ses titres à l'issue de la correction du marché, la cession n'est pas une condition de la réparation du préjudice : le préjudice ne résulte pas de la cession après la correction du marché, il résulte de l'acquisition sur un marché ne disposant pas de l'information exacte⁹⁷ ;

(96) S. Schiller, *ibid.*

(97) Un marché efficient est un marché qui reflète dans les cours l'information disponible. Dans la forme faible l'information visée se limite à l'information publique. Dans la forme forte, il s'agit également d'informations non publiques.

- > l'analyse se concentre donc sur les opérations effectuées par les investisseurs entre la diffusion de l'information trompeuse et la révélation de son caractère erroné⁹⁸ : il sera caractérisé lorsque l'investisseur a acquis des titres à un prix surévalué sans les revendre avant la correction de la fausse information ou lorsqu'il les a vendus à un prix sous-évalué.

Proposition n°4 : La Commission estime qu'il n'y a pas de préjudice de conservation et de non-acquisition. Ils ne résultent pas directement de l'influence indûment exercée sur le cours des titres par la diffusion de l'information fautive ou trompeuse et apparaissent, en toute hypothèse, trop hypothétiques pour être réparables.

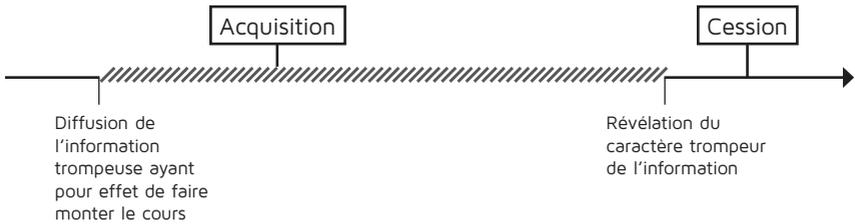
Seules les acquisitions ou les cessions de titres effectuées par les investisseurs entre la diffusion de l'information trompeuse et la révélation de son caractère erroné peuvent être la source d'un préjudice réparable.

(98) Il s'agit bien sûr d'une vision schématique des choses, puisque la diffusion de l'information comme la révélation du caractère erroné n'ont pas forcément lieu en un trait de temps parfaitement défini.

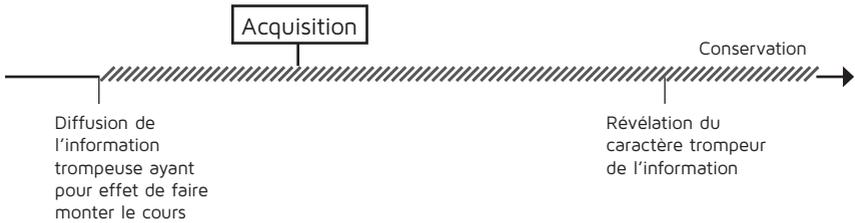
CHRONOLOGIES

Situations caractérisant l'existence d'un préjudice

1^{ère} situation



2^{ème} situation

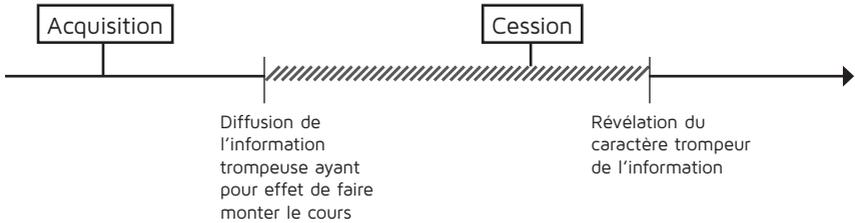


3^{ème} situation

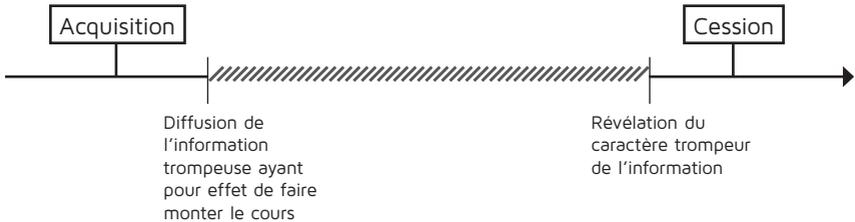


Situations ne caractérisant pas l'existence d'un préjudice

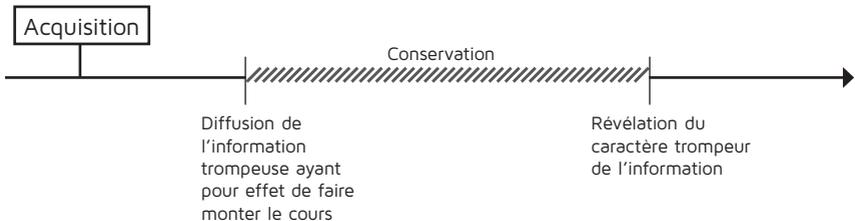
1^{ère} situation



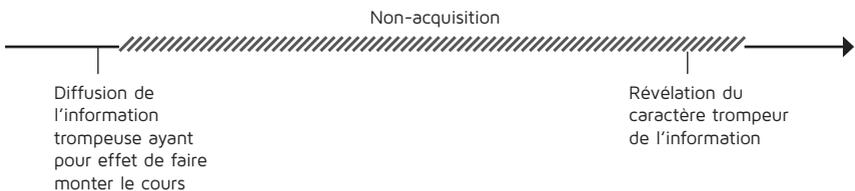
2^{ème} situation



3^{ème} situation



4^{ème} situation



II. L'adoption d'une méthode de valorisation du préjudice réparable

50.- Le préjudice réparable identifié, la Commission souhaite proposer une méthode de détermination de son quantum. Elle repose sur une évaluation objective du préjudice réparable (A) qui fait appel à l'étude d'événements (B).

A. Le choix d'une méthode objective

51.- L'abandon du recours systématique à la perte de chance au profit d'une analyse de l'impact de la fausse information sur le cours des titres permet d'adopter une méthode objective et rationnelle, source de sécurité juridique⁹⁹.

Dès lors que l'analyse se concentre sur la variation induite du cours de bourse, la seule question pertinente est celle de l'incidence de l'information sur le cours de bourse. N'apparaissent donc pas pertinentes les considérations relatives :

- > aux compétences de l'investisseur ;
- > à la stratégie suivie par l'investisseur ;
- > aux diligences de l'investisseur ;
- > au comportement de l'investisseur.

(99) 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* 2007, p. 358 et s. L'auteur considère notamment que la jurisprudence américaine « a pour effet de conditionner la réparation à l'existence d'une réaction du marché boursier. C'est le marché boursier qui établit s'il y a bien eu un préjudice et qui fixe son montant. Cette solution fournit ainsi un critère objectif pour l'évaluation de la perte et évite d'avoir à recourir à des analyses par des experts chargés de déterminer, avec un certain degré de subjectivité, l'impact de la fraude sur le cours de bourse. Cette jurisprudence se justifie aussi par le fait que l'achat d'une action surévaluée ne se traduit pas toujours par une perte car le marché peut ne pas réagir après la révélation de la fraude. Par exemple, si une information positive vient compenser la révélation de la nouvelle négative, l'investisseur n'aura pas droit à réparation ».

La preuve de la causalité se décompose alors de la manière suivante :

- > la preuve de l'impact de la fausse information sur le cours doit être apportée par l'investisseur ;
- > elle suffit alors à établir l'existence d'un préjudice subi par l'investisseur, sans égard pour son comportement individuel.

Proposition n°5 : La Commission estime que la qualité de l'investisseur (averti ou non averti) et sa stratégie d'investissement ne doivent pas être prises en considération dans l'appréciation du préjudice subi.

B. Le recours à l'étude d'événements

52.- L'étude d'événements¹⁰⁰ est utilisée dans beaucoup de systèmes juridiques étrangers afin de faciliter l'évaluation du préjudice financier des investisseurs et en particulier en droit américain¹⁰¹ (1). La méthode pourrait être transposée dans notre système juridique (2).

1. L'exemple du droit américain

53.- Depuis 1996, la justice américaine a eu à connaître plus d'un millier d'affaires relatives à des litiges boursiers. Le niveau atteint par les indemnités accordées peut être très élevé.

Certes, le modèle américain renferme un certain nombre de spécificités, tels les dommages-intérêts punitifs et la menace systémique de la class action, qui ne sont pas transposables de ce côté-ci de l'Atlantique.

(100) M. Nussenbaum et T. Guérineau, « Les manipulations de cours : l'apport des analyses statistiques », *Option Finance/Option Droit & Affaire*, Mai 2014, p. 24-25.

(101) V. pour un exposé complet, Annexe 3.

Il n'en demeure pas moins que le droit américain propose un système cohérent de réparation du préjudice subi par les investisseurs à la suite de la diffusion d'informations trompeuses, qui repose sur une pluralité de fondements dérogeant au droit commun de la responsabilité civile. Dans ce cadre, le juge américain apprécie à l'aide d'études d'événements l'impact d'une information trompeuse sur le cours de bourse d'un émetteur.

Le système américain, composé d'une pluralité de fondements et de régimes qu'il faut exposer, se caractérise par un recours répandu à l'étude d'événements.

> Une pluralité de fondements dérogeant au droit commun de la responsabilité civile offerts à l'investisseur victime d'une fausse information

L'actionnaire victime d'une fausse information peut engager la responsabilité de la société ou de ses dirigeants sur différents fondements parmi lesquels on retrouve notamment la responsabilité sans faute liée à l'acquisition de titres sur la base de fausses informations dans le cadre d'une offre de ces titres au public¹⁰² (i) et la responsabilité pour faute intentionnelle ou pour fraude¹⁰³ (ii).

i. Articles 11 et 12(a)(2) du *Securities Act* de 1933

L'article 11 s'applique à l'offre au public de titres sur le marché primaire et permet à l'actionnaire ayant acquis ses titres directement auprès de l'émetteur d'engager sa responsabilité si sa déclaration d'enregistrement¹⁰⁴ auprès de la *Securities and Exchange Commission* (« SEC ») contenait des informations fausses ou trompeuses.

(102) Articles 11 et 12(a)(2) du *Securities Act* de 1933 (marché primaire).

(103) Article 10(b) du *Securities Exchange Act* de 1934 (« Règle 10b-5 ») (marché primaire ou secondaire).

(104) Tout émetteur doit obligatoirement remplir une déclaration d'enregistrement auprès de la SEC (à moins d'être exempté) avant de pouvoir vendre ou offrir ses titres au public et qui contient un certain nombre d'informations requises par la loi et par la réglementation de la SEC.

Le champ d'application de l'article 12(a)(2) est quant à lui plus large, puisqu'il ne vise pas uniquement les déclarations d'enregistrement mais également les informations contenues dans le prospectus¹⁰⁵, les autres documents remis aux investisseurs, ou toute communication orale faite sur les titres.

ii. Règle 10b-5

La règle 10b-5 ouvre aux actionnaires une action en responsabilité en cas de fraude. Le champ d'application de cette disposition est plus large que celui des articles 11 et 12(a)(2) du *Securities Act* de 1933, puisqu'elle s'applique aussi bien aux titres offerts sur le marché primaire qu'à ceux négociés sur le marché secondaire.

Par ailleurs, sont visées les informations contenues dans toute forme de communications, comme par exemple les rapports annuels ou trimestriels qui doivent être déposés à la SEC, mais également les articles de presse, déclarations faites lors de conférences, discussions avec des analystes, ou lors de l'assemblée générale des actionnaires et même les données publiées sur les réseaux sociaux tels que Twitter ou Facebook.

> La preuve de la faute et du lien de causalité

- La présomption de responsabilité et de causalité : Articles 11 et 12(a)(2) du *Securities Act* de 1933

Le régime institué sur le fondement des articles 11 et 12(a)(2) du *Securities Act* de 1933 permet de présumer la responsabilité de l'émetteur d'une part, et du lien de causalité d'autre part.

(105) Le prospectus est défini par le *Securities Act* de 1933 comme tout document écrit qui offre ou confirme la vente de titres.

- *Présomption de responsabilité*

Les articles 11 et 12(a)(2) établissent des présomptions de causalité. Celles-ci sont irréfragables dans le cadre de l'article 11. Ce régime est très favorable à l'actionnaire lésé dans la mesure où la faute, le lien de causalité et le préjudice sont présumés, ce qui équivaut à un régime de responsabilité sans faute pour l'émetteur (*strict liability*¹⁰⁶).

La présomption de responsabilité en cas de fausses informations ou d'omissions significatives, sur le fondement de l'article 12(a)(2) est en revanche réfragable, c'est-à-dire que le vendeur peut renverser la présomption en prouvant qu'il a exercé une diligence raisonnable (*reasonable care*) qui ne lui a pas permis d'avoir connaissance du caractère trompeur de l'information en question.

- *Présomption de causalité*

Le droit américain a institué une *présomption irréfragable* de causalité entre les informations contenues dans la déclaration d'enregistrement et l'achat des titres (*reliance*), tant sur le fondement de l'article 11 (informations trompeuses dans la déclaration d'enregistrement) que de l'article 12(a)(2) du *Securities Act* de 1933 (communication trompeuse écrite ou orale de l'émetteur ou des vendeurs des titres).

Dans ces deux cas, le demandeur n'aura pas à prouver que les fausses informations lui ont effectivement causé un dommage. Il doit seulement démontrer qu'il a acheté un titre et qu'il existait des fausses informations diffusées à cette occasion. L'existence du dommage est présumée de ce simple fait.

(106) Les personnes, autres que l'émetteur, pourront renverser la présomption en prouvant qu'elles ont mené une enquête raisonnable (*due diligence defense*) pour fournir l'information en question.

La loi a également prévu une *présomption réfragable* de causalité entre la fausse information et le dommage (*loss causation*) que l'émetteur pourra renverser en apportant la preuve que la perte est due à des facteurs autres que la diffusion de la fausse information.

- L'obligation de prouver la faute et le lien de causalité : Règle 10b-5

Sur le fondement de la règle 10b-5, il ne suffit pas de démontrer que l'investisseur a acquis des titres sur la base de fausses informations. Cet article exige la preuve de six éléments nécessaires au succès d'une action en responsabilité :

- une fausse information ou une omission significative (*material*) ;
- l'intention frauduleuse de son auteur (*scienter*) ;
- un lien avec l'achat ou la vente d'une valeur mobilière¹⁰⁷ ;
- le fait que le demandeur s'est fondé sur cette fausse information ou omission pour acheter ou vendre¹⁰⁸ ;
- un préjudice¹⁰⁹ ;
- un lien de causalité entre la fausse information ou omission et la perte subie.

(107) Selon cette exigence, un investisseur ne peut pas engager la responsabilité de l'émetteur au motif qu'au regard des fausses informations frauduleuses, *il n'a pas acheté ou n'a pas vendu* : "*Purchase or Sale requirement*".

(108) Cette exigence qui est la règle pour toute action en responsabilité pour fraude, est souvent présumée dans le cas d'achat ou de vente de titres sur un marché selon la règle de « *Presumption of "Fraud on the Market"* ». Selon cette règle, lorsque le marché est efficient, celui-ci reflète immédiatement toutes les informations dans le prix, y compris toute « désinformation » affectant la valeur de ce titre. Il suffit donc simplement de prouver que les titres ont été acquis sur un marché efficient.

(109) La preuve du préjudice est une différence essentielle avec le régime institué par les articles 11 et 12(a)(2) puisqu'il impose de prouver que la fausse information a effectivement causé un dommage (une baisse de la valeur des titres).

Ainsi, ce régime ne prévoit pas de présomption de responsabilité et exige de la part du demandeur de rapporter la preuve de la faute intentionnelle, à savoir l'intention frauduleuse¹¹⁰.

La règle 10b-5 ne prévoit pas non plus de présomption de causalité et requiert même une double preuve du lien de causalité. Le demandeur doit ainsi établir un lien de causalité entre la fraude et l'achat ou la vente des titres (*transaction causation*) d'une part, et un lien de causalité entre la fraude et la perte de valeur des titres (*loss causation*) d'autre part.

> La preuve du préjudice : l'utilisation des "event studies"

La charge de la preuve du préjudice effectivement subi, à savoir une baisse de la valeur des titres, pèse tantôt sur l'émetteur (articles 11 et 12(a)(2)), tantôt sur l'actionnaire lésé (règle 10b-5) comme il a été exposé précédemment. Il n'en demeure pas moins qu'une telle preuve n'est pas toujours facile à rapporter.

A cet effet, le droit américain se base, quel que soit le fondement de la demande, sur la méthode d'études d'événements ("*event studies*") qui s'appuie sur des analyses statistiques, des explications d'économistes et autres experts destinées à expliquer les fluctuations du cours des titres constatées sur le marché ainsi que les effets présumés des mauvaises informations sur le cours de ces titres.

Les *event studies* présentées devant les juges américains se déroulent en plusieurs étapes :

- > calcul de la valeur réelle des titres ("*True Value*" Index),

(110) Arrêt de la Cour Suprême, *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976) : selon cet arrêt, l'intention frauduleuse est « un état mental embrassant l'intention de tromper, de manipuler ou de frauder ». La Cour estime que la preuve de la simple négligence est insuffisante pour qualifier l'intention frauduleuse de son auteur contrairement à une faute grave (*recklessness*) qui, elle, est suffisante.

- > détermination de la « période affectée » ("*Affected Period*") au cours de laquelle la mauvaise information a causé une fluctuation du cours des actions par rapport à sa « vraie valeur »,
- > calcul de la perte causée par la mauvaise information ("*Calculating the Loss*").

54.- Le droit américain repose ainsi sur un modèle très rationnel, prévoyant tout d'abord un régime dérogatoire au droit commun de la responsabilité civile pour sanctionner les manquements résultant de la diffusion de fausses informations, contrairement au droit français qui s'inscrit dans le régime de responsabilité de droit commun pour traiter des préjudices financiers.

Le système retenu permet de faire varier les exigences quant au niveau de preuve de la faute et du lien de causalité, selon le type d'opération ou la qualité des auteurs par le jeu de diverses présomptions.

Ce choix de recourir à des présomptions est le reflet d'un système qui place l'action privée (*private enforcement*) au cœur de la régulation boursière.

Finalement, afin d'évaluer le préjudice subi, la plupart des Cours fédérales s'accordent à appliquer le principe du « *out-of-pocket remedy* ». Cette méthode consiste à indemniser l'investisseur de la perte causée par la fausse information en calculant la différence entre le prix du titre intégrant la fausse information et le prix qu'aurait eu ce titre sans la fausse information, la détermination de cette différence étant obtenue par le recours aux *event studies*. Un tel système présente l'avantage d'approcher au mieux l'évaluation du préjudice effectivement causé par la diffusion de fausses informations. Il repose sur un modèle économique dont la portée n'est pas absolue mais constitue la meilleure approximation possible.

2. L'application des études d'évènements

55.- La théorie des *event studies* permet de mettre en évidence un lien de causalité entre un événement donné - ici, une information inexacte ou mensongère - et l'évolution du cours en bourse des actions d'une société, en mesurant le rendement anormal du cours de l'action associé à cet évènement.

Alors que le raisonnement en termes de perte de chance se focalise sur l'impact de l'information trompeuse au moment de la revente des titres, l'étude d'évènement permet d'évaluer l'impact de l'information trompeuse au moment de la diffusion de la fausse information.

La méthode repose sur le postulat de l'efficience du marché boursier qui entraîne une réaction immédiate des cours aux informations diffusées sur le marché et une modélisation de la rentabilité d'un titre. Elle permet de déterminer si le rendement d'un titre peut être considéré comme anormal le jour de la correction de l'information financière erronée. Le rendement du titre sera considéré comme anormal lorsque les variables liées au marché ou aux secteurs ne permettent pas d'expliquer les variations du rendement du titre.

La méthode permet de satisfaire à l'exigence de causalité en déterminant :

- > si la diffusion de la fausse information a eu ou non un impact sur le cours et de quelle ampleur : l'aléa boursier est ici appréhendé par la méthode d'évaluation et non masqué par le recours à une évaluation forfaitaire ;
- > dans l'affirmative, si cette fausse information a véritablement eu une incidence sur la situation de l'actionnaire considéré¹¹¹.

(111) Les études d'évènements reposent sur une méthode statistique, la question de la significativité se définit par rapport à un référentiel statistique. En fait, les tribunaux étrangers qui ont recours à cette méthode n'ont pas défini de seuil unique ; sont souvent retenus des seuils de 90, 95 ou 99 %, exprimant la vraisemblance que le cours observé aurait bien été modifié par l'évènement considéré (c'est-à-dire, à l'inverse, que le niveau auquel il s'est fixé n'aurait pu être obtenu, en l'absence de l'évènement litigieux, avec une probabilité supérieure à 1% ou 10%).

Il ne saurait être question, dans le cadre de ce rapport, de traiter des *events studies* de manière exhaustive. On se contentera d'en exposer succinctement les principales étapes, afin de comprendre comment elles peuvent permettre une détermination précise du préjudice réparable.

a).- La méthode d'analyse d'évènement est largement utilisée dans la théorie financière pour étudier l'impact d'un événement particulier sur le cours du titre.

La méthode consiste à mesurer la réaction du rendement du titre par rapport à l'évènement considéré. Cette réaction est obtenue en déduisant de la variation observée l'impact de l'évolution normale du marché pour ne conserver que la partie anormale liée à l'évènement étudié. On parle alors de rendement anormal ou de rendement ajusté du rendement du marché. Il faut encore que le rendement anormal observé soit significatif statistiquement. Des tests spécifiques sont utilisés à cet effet¹¹².

b).- Il faut ensuite traduire l'évolution anormale du rendement (en pourcentage) en évolution anormale du cours, c'est-à-dire mesurer l'effet en euros de l'évènement considéré.

Il ne suffit pas que le rendement anormal soit significatif statistiquement, il faut également que sa traduction en euros le soit. En effet, la question la plus souvent posée dans un contexte contentieux est de savoir si une information litigieuse a eu un impact matériel sur le cours du titre et de combien. Il faut donc exposer successivement comment est déterminé le rendement anormal et ensuite comment il est traduit en variation anormale du cours.

(112) Cette méthode est classique pour analyser les effets d'un événement particulier comme par exemple l'annonce d'une prise de contrôle ou bien d'un événement particulier affectant la vie de l'entreprise. Elle permet de mesurer comment le marché réagit à l'évènement considéré et notamment, dans le cas des prises de contrôle, quel sera l'impact pour les actionnaires de la cible de l'annonce considérée. On pourra ainsi comparer les effets de l'annonce de prise de contrôle sur les actionnaires de la cible et sur les actionnaires de l'acquéreur.

- > Pour définir le rendement anormal, il faut définir un modèle permettant de déterminer le niveau du rendement normal. Il faut ensuite observer le niveau du rendement réel et calculer la différence entre le rendement réel et le rendement normal théorique qui est justement égal à la valeur du rendement anormal.*

Cette approche suppose que l'on soit en mesure de définir ce que doit être un rendement normal. La théorie financière propose des modèles pour déterminer les rendements normaux.

Le modèle le plus classique consiste à considérer que le rendement du titre étudié sera égal à celui du marché affecté, à la hausse ou à la baisse, d'un coefficient de sensibilité du rendement de ce titre par rapport à celui du marché. Ce coefficient généralement désigné sous le terme bêta est mesuré dans une période précédant l'événement et donc vérifié statistiquement, l'essentiel étant que ce coefficient de volatilité ne soit pas affecté lui-même par l'événement. Le rendement anormal (Alpha) sera alors égal à la différence : rendement réel - rendement normal¹¹³.

- > Pour définir la traduction du rendement anormal dans le cours, on va rechercher quel est le prix du titre correspondant au rendement normal et le comparer au cours réellement observé. La différence donnera la variation anormale du cours.*

(113) Des tests statistiques spécifiques sont nécessaires pour s'assurer que la mesure d'alpha est bien statistiquement significative et ne résulte pas d'une simple anomalie. L'analyse va consister à mesurer de combien le rendement du titre a été affecté à la hausse le jour même de l'annonce inexacte ou bien de combien il sera affecté à la baisse le jour de la révélation du caractère inexact d'une information qui avait préalablement été transmise.

Le cours normal et le cours anormal s'obtiennent en appliquant les rendements normaux et anormaux au même cours observé le jour précédant l'annonce de l'événement considéré¹¹⁴.

c).- L'estimation des dommages soulève d'autres types de difficultés notamment lorsque le nombre des plaignants est très important. En effet on se trouve face à une alternative qui consiste, soit à évaluer les dommages pour chacun des plaignants en estimant quelle a été la différence entre leur prix d'achat normal et leur prix de vente effectif et ce qu'aurait dû être le prix de vente normal, soit en procédant par une agrégation des demandeurs de façon à raisonner par catégories de préjudices.

Le recours à la méthode d'événements permet ainsi de s'approcher le plus précisément possible de la réalité du préjudice subi, aux antipodes du résultat auquel aboutit le recours à la perte de chance. Il a en conséquence, après analyse de l'exemple américain, semblé à la Commission pertinent d'y recourir.

Proposition n°6 : La Commission propose de recourir à des méthodes statistiques appropriées au premier rang desquelles figurent les études d'événements pour déterminer l'impact de la fausse information sur le cours du titre et le préjudice en résultant pour les investisseurs.

(114) La détermination du préjudice de l'actionnaire correspond à la méthode dite de la « valeur constante ». Le cours a été surévalué, pendant toute la période de communication financière trompeuse, du montant en valeur absolue de la baisse de l'action le jour de la révélation de la vérité. Dans certains cas, l'étude d'événements ne suffira pas à elle seule pour établir le caractère anormal de la variation de cours. En effet si l'information mensongère consiste à fausser les résultats pour atteindre ceux qui avaient été initialement annoncés, le cours s'établira au niveau attendu (sans rendement anormal). Il faudra alors mettre en œuvre un modèle d'évaluation de l'entreprise notamment à l'aide de l'actualisation des flux de trésorerie (*discounted cash flows*) pour montrer que le cours se serait établi à un autre niveau si les informations n'avaient pas été mensongères.

3^{ÈME} PARTIE

La mise en œuvre de la nouvelle méthode de calcul du préjudice financier de l'investisseur

56.- La mise en œuvre de la nouvelle méthode de calcul du préjudice financier de l'investisseur telle que préconisée dans les développements précédents peut d'emblée soulever une question tenant à l'identification du débiteur final de l'obligation de réparation.

Plusieurs membres ont attiré l'attention de la Commission sur le problème de la « circularité de l'indemnisation » : les actionnaires victimes sont indemnisés par la société, de sorte que les répercussions de la fausse information sont *in fine* supportées par les actionnaires qui n'en sont pas victimes. Pour le dire autrement, les actionnaires d'aujourd'hui dédommagent les actionnaires d'hier.

La Commission s'est interrogée sur l'effet que pourrait avoir, dans ce contexte, l'existence d'une obligation d'assurance à la charge des dirigeants ou de la société. Néanmoins, elle s'est heurtée à deux obstacles émanant du droit des assurances. D'une part, l'assureur refuse de prendre en charge les conséquences pécuniaires d'une faute intentionnelle au sens du droit des assurances¹¹⁵. D'autre part, dans les faits, le plafond de garantie de la police RCMS¹¹⁶ est le plus

(115) C'est à dire de la faute réunissant, à la différence de faute intentionnelle de droit civil, une double intentionnalité la conscience de commettre une faute d'une part et la volonté de causer le dommage tel qu'il est survenu d'autre part (Cass. civ. 2^{ème}, 23 sept. 2004, n° 03-14.389).

(116) Police RCMS ou responsabilité civile des mandataires sociaux, ou police dite « *Director and Officer* » (police D&O).

souvent épuisé en frais de défense des dirigeants mis en cause. La Commission a donc conclu à l'absence de pertinence d'une souscription obligatoire d'une telle police d'assurance. Au demeurant, les émetteurs souscrivent en pratique systématiquement pour le bénéfice de leurs dirigeants une telle police¹¹⁷.

La Commission s'est également interrogée sur le point de savoir s'il était envisageable de permettre aux sociétés d'introduire dans leurs statuts des clauses limitant l'indemnisation due aux actionnaires en cas de diffusion d'informations fausses ou trompeuses. Toutefois, la Commission a estimé que, la responsabilité pour diffusion d'informations trompeuses étant le plus souvent retenue sur le fondement de la responsabilité délictuelle, une telle réglementation n'était pas pertinente.

En définitive, la Commission a estimé que la charge pesant sur la société - et donc sur ses actionnaires - d'indemniser les préjudices subis du fait de la diffusion de fausses informations représentait le coût de l'efficience du marché, qui devait logiquement être assumé par les sociétés qui tirent avantage de cette efficience. Elle a au demeurant estimé que les obligations de signalement des actions en responsabilité en cours devant les juridictions civiles pesant sur les émetteurs - notamment dans le cadre des normes IFRS - suffisaient à s'assurer de l'information des nouveaux actionnaires sur l'ampleur des risques, et permettaient d'intégrer le risque encouru dans le cours du titre de façon satisfaisante.

57.- Il demeure en revanche que la mise en œuvre de la méthode de calcul proposée peut se heurter à des difficultés liées au coût de la méthode envisagée (I), ainsi qu'à la compétence des magistrats en matière financière (II), auxquelles les propositions qui suivent entendent remédier.

(117) La seule question demeure donc de savoir qui doit souscrire la police, la société pour le compte de tiers (ses dirigeants) ou les dirigeants eux-mêmes ? En l'état de la pratique, la police RCMS est souscrite par l'émetteur.

I. Les difficultés liées au coût de la méthode envisagée

58.- Le recours à l'étude d'événements suppose évidemment l'intervention d'experts. Le coût du recours à l'expertise peut être non négligeable ; or on sait qu'en l'état du droit positif, le coût de la voie civile conduit déjà les victimes et les associations agissant pour leur compte à instrumentaliser la voie pénale pour se décharger du coût de la preuve.

Le coût du recours à l'expertise ne risque-t-il dès lors pas de priver les investisseurs de l'accès à une réparation fondée sur une évaluation non forfaitaire utilisant les études d'événements ?

Ce risque doit d'emblée être relativisé : de façon essentielle, beaucoup d'actionnaires sont en réalité des investisseurs institutionnels étrangers rompus à ces méthodes, même si la charge peut être assez lourde pour les petits porteurs. Par ailleurs, on peut penser que la standardisation du recours aux experts devrait, à terme, entraîner une diminution du coût de l'expertise.

> En amont, le traitement précontentieux doit être favorisé.

59.- Le recours à la transaction est d'ores et déjà favorisé par la politique de l'AMF. Le rapport de l'AMF sur l'indemnisation des préjudices des épargnants et des investisseurs apparaît ainsi centré autour de l'articulation du rôle du régulateur et du juge civil :

- > la sanction tient compte du fait que l'entreprise justifie avoir réparé le préjudice : la réparation du préjudice est perçue comme une circonstance atténuante ;
- > l'AMF prend en considération, dans le cadre de la composition administrative, le fait que les victimes ont vu leur préjudice indemnisé¹¹⁸.

(118) Audition M. Cohen-Branche.

Proposition n°7 : La Commission s'accorde dans la suite de l'AMF à encourager le recours à la transaction et à la médiation.

> **En aval, au stade contentieux, le recours à l'expertise ne peut être évité.**

60.- Une première possibilité pourrait consister à permettre les actions de groupe en matière de préjudice financier afin de mutualiser les coûts. La Commission, dans son ensemble, ne s'est pas montrée favorable à cette possibilité, en raison des risques et inconvénients inhérents aux actions de groupe. Elle estime que les petits porteurs peuvent être représentés par des associations (comme l'ADAM) qui, de fait, les réunissent souvent. Elle estime également qu'une application rigoureuse des règles issues du droit commun, assortie de mécanismes de mise en œuvre efficaces, permet d'aboutir à une évaluation du préjudice individuel plus précise, quel que soit le nombre d'investisseurs qui forment une demande en réparation.

61.- Une seconde possibilité pourrait consister à envisager un renversement des règles de la charge de la preuve permettant de faire peser les frais de la procédure sur la société dont la communication financière est mise en cause. La Commission écarte toutefois l'idée d'introduire une règle en ce sens, dérogoire du droit commun et qui conduirait à une incitation aux mises en cause et aux abus.

Deux voies de réflexion sont en revanche proposées.

62.- La première repose sur le **développement du recours à l'expertise de justice** (expertise *in futurum*, expert judiciaire nommé par le juge...).

La Commission n'estime pas ici nécessaire de modifier les règles classiques de la procédure civile en renversant ou déplaçant la charge de la preuve. Elle estime qu'en vertu des principes du contradictoire et de l'égalité des armes, lorsque l'émetteur s'appuiera sur les

travaux d'un expert contractuel pour contester la réalité ou l'étendue du préjudice des plaignants, le juge pourra nommer un expert judiciaire pour déterminer la réalité des prétentions des investisseurs. L'expert judiciaire viendra ainsi suppléer l'expert contractuel de l'émetteur, au profit de la « partie faible ».

Proposition n°8 : La Commission encourage le recours à l'expertise de justice pour organiser le débat sur la réalité et l'étendue du préjudice.

63.- La seconde repose sur l'aide matérielle que pourrait apporter l'AMF.

On sait déjà que l'AMF a, dans son rapport, proposé une aide technique à l'évaluation du préjudice.

La réglementation boursière prévoit d'ores et déjà des dispositions relatives au rôle d' « expert » de l'Autorité des marchés financiers. En effet, l'article L. 466-1 du Code monétaire et financier¹¹⁹ permet aux autorités judiciaires de demander l'avis de l'Autorité des marchés financiers lorsqu'elles sont saisies de poursuites relatives à des infractions mettant en cause des sociétés cotées. Cet avis est obligatoire dans le cas de délits d'initiés de l'article L. 465-1 du même code.

(119) Article L. 466-1 du Code monétaire et financier : « Les autorités judiciaires compétentes, saisies de poursuites relatives à des infractions mettant en cause les sociétés dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou offerts au public sur un système multilatéral de négociation qui se soumet aux dispositions législatives ou réglementaires visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations, ou à des infractions commises à l'occasion d'opérations sur un marché d'instruments financiers ou d'actifs mentionnés au II de l'article L. 421-1, peuvent, en tout état de la procédure, demander l'avis de l'Autorité des marchés financiers. Cet avis est obligatoirement demandé lorsque les poursuites sont engagées en exécution de l'article L. 465-1 ».

Par ailleurs, l'article L. 621-20 du Code monétaire et financier prévoit que « *pour l'application des dispositions entrant dans le champ de compétence de l'Autorité des marchés financiers, les juridictions civiles, pénales ou administratives peuvent appeler le président de celle-ci ou son représentant à déposer des conclusions et à les développer oralement à l'audience [...]* ».

Ne faut-il pas admettre, à côté de ces textes spéciaux qui prévoient la possibilité, pour un juge qui se heurte à une difficulté technique, de demander l'avis de l'Autorité des marchés financiers, un pouvoir général de « sachant » du régulateur, en cas de difficultés des juridictions civiles confrontées à des questions relatives à la réparation des préjudices financiers ?

La Commission a estimé qu'il n'était pas satisfaisant de confier à l'AMF le soin de déterminer l'indemnisation du préjudice, qui doit demeurer de la compétence du juge.

Elle a en revanche estimé que, sous réserve de l'existence d'un débat contradictoire, l'AMF pourrait fournir une aide matérielle utile :

- > à la caractérisation de l'existence d'une faute, ce qu'elle fait déjà de manière classique ;
- > à la détermination des bornes temporelles pertinentes. La mise en œuvre de la méthode d'étude d'événements repose en effet sur la délimitation d'une période grise comprise entre le moment où les informations trompeuses ont été diffusées et le moment où le caractère erroné des informations diffusées est révélé. Or, la définition de cette zone grise apparaît très complexe, notamment parce que la révélation n'opère souvent pas de manière instantanée. L'AMF pourrait, de par ses compétences et sa connaissance matérielle des faits, apporter une aide utile sur ce point.

Proposition n°9 : La Commission considère que le recours à l'AMF en qualité d'expert auprès du juge judiciaire peut être utile. Il doit cependant être limité à la détermination de la matérialité des faits et à leur datation afin d'identifier la « zone grise » entre la diffusion des informations trompeuses et leur rectification, servant de cadre à la mise en œuvre de la méthode d'étude d'événements.

II. Les difficultés liées à la compétence des magistrats en matière financière

64.- Une des difficultés soulevées par l'indemnisation du préjudice des victimes de diffusion de fausses informations tient à la compétence attendue des magistrats en matière financière. En effet, en l'état actuel, ces contentieux ne relèvent pas de juridictions spécialisées. Or, le contentieux financier, du fait de sa technicité, justifie l'attribution de compétences exclusives à des juridictions dont les magistrats seraient formés aux questions financières.

On sait que le contentieux de la répression pénale ou administrative des abus de marché a été confié par le législateur à des juridictions spécialisées. Ainsi, l'article 704-1 du Code de procédure pénale attribue au Tribunal de grande instance de Paris la répression pénale des abus de marché. Quant à la sanction administrative des abus de marchés, celle-ci revient, conformément aux articles L. 621-30, R. 621-45 et R 621-46 du Code monétaire et financier, à la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers¹²⁰.

(120) Les décisions de la Commission des sanctions peuvent faire l'objet de recours devant le Conseil d'Etat ou la Cour d'appel de Paris puis devant la Cour de cassation, selon le cas (v. art. L. 621-30 C. mon. fin.).

La réparation du préjudice financier de l'investisseur devrait également relever de la compétence spécifique d'un pôle spécialisé, composé de juges formés à cette matière très technique, qui centraliserait l'ensemble des contentieux.

Confier le contentieux relatif à la réparation des préjudices financiers à une seule juridiction présenterait différents avantages¹²¹ :

- > ces questions, d'une grande technicité, seraient traitées par des magistrats formés à cette matière, et qui développeraient ainsi une compétence particulière ;
- > le développement d'une jurisprudence cohérente serait favorisé ;
- > une juridiction spécialisée serait source de meilleure prévisibilité et sécurité juridique pour les justiciables.

A titre indicatif, l'AMF a rendu publiques plus de deux cent vingt décisions de sanctions entre 2004 et 2013¹²², tandis que le nombre de décisions judiciaires d'indemnisation d'actionnaires pour des préjudices subis en raison d'infractions boursière dépasse à peine la douzaine¹²³.

Proposition n°10 : La Commission propose de donner une compétence exclusive au Tribunal de grande instance de Paris et/ ou au Tribunal de commerce de Paris pour toutes les questions relatives à la réparation des préjudices financiers. A cet effet, il pourrait être envisagé de créer une chambre spécialisée au sein de la juridiction désignée et d'accompagner la spécialisation de cette juridiction par une formation spécifique des magistrats qui seront appelés à connaître de ces affaires.

(121) N. Spitz, *La réparation des préjudices boursiers*, op. cit., n° 579.

(122) Information disponible sur le site Internet de l'AMF à l'adresse suivante : <http://www.amf-france.org>

(123) Depuis l'arrêt rendu dans l'affaire *Société générale de Fonderie* en 1995.

ANNEXE I

Les principales propositions de la commission

Proposition n°1 : 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.

Proposition n°2 : La Commission propose de définir le préjudice réparable comme la perte directement subie par chaque investisseur du fait de l'influence indûment exercée sur le cours des titres par la diffusion de l'information fausse ou trompeuse.

Un tel préjudice consiste, par principe, dans la perte de valeur de l'investissement réalisé.

Proposition n°3 : La Commission propose de restituer à la perte de chance sa fonction véritable en substituant à la réparation généralisée et forfaitaire de la perte de chance la réparation de la seule *perte d'opportunité spécifique*.

L'investisseur peut en conséquence, s'il le souhaite et démontre son existence, obtenir réparation de la perte d'une opportunité spécifique d'investissement avant la diffusion d'informations erronées en lieu et place de la réparation de la perte de valeur de son investissement que les informations erronées ont entraînée pour lui.

Proposition n°4 : La Commission estime qu'il n'y a pas de préjudice de conservation et de non-acquisition. Ils ne résultent pas directement de l'influence indûment exercée sur le cours des titres par la

diffusion de l'information fautive ou trompeuse et apparaissent, en toute hypothèse, trop hypothétiques pour être réparables.

Seules les acquisitions ou les cessions de titres effectuées par les investisseurs entre la diffusion de l'information trompeuse et la révélation de son caractère erroné peuvent être la source d'un préjudice réparable.

Proposition n°5 : La Commission estime que la qualité de l'investisseur (averti ou non averti) et sa stratégie d'investissement ne doivent pas être prises en considération dans l'appréciation du préjudice subi.

Proposition n°6 : La Commission propose de recourir à des méthodes statistiques appropriées au premier rang desquelles figurent les études d'événements pour déterminer l'impact de la fautive information sur le cours du titre et le préjudice en résultant pour les investisseurs.

Proposition n°7 : La Commission s'accorde dans la suite de l'AMF à encourager le recours à la transaction et à la médiation.

Proposition n°8 : La Commission encourage le recours à l'expertise de justice pour organiser le débat sur la réalité et l'étendue du préjudice.

Proposition n°9 : La Commission considère que le recours à l'AMF en qualité d'expert auprès du juge judiciaire peut être utile. Il doit cependant être limité à la détermination de la matérialité des faits et à leur datation afin d'identifier la « zone grise » entre la diffusion des informations trompeuses et leur rectification, servant de cadre à la mise en œuvre de la méthode d'étude d'événements.

Proposition n°10 : La Commission propose de donner une compétence exclusive au Tribunal de grande instance de Paris et/ou au Tribunal de commerce de Paris pour toutes les questions relatives à la réparation des préjudices financiers. A cet effet, il pourrait être envisagé de créer une chambre spécialisée au sein de la juridiction désignée et d'accompagner la spécialisation de cette juridiction par une formation spécifique des magistrats qui seront appelés à connaître de ces affaires.

ANNEXE II

Personnes auditionnées

Frédéric CREPIN

Directeur Juridique, Vivendi

Marielle COHEN-BRANCHE

Médiateur de l'Autorité des marchés financiers

Charles S. DUGGAN

Avocat associé, Davis Polk & Wardwell LLP, New York

Colette NEUVILLE

Présidente de l'association de défense des actionnaires minoritaires (ADAM)

ANNEXE III

Aperçu des actions en responsabilité en droit boursier américain

Charles S. Duggan

Cette note donne un aperçu des principales règles applicables aux demandes en réparation dans le cadre des *class actions* intentées aux Etats-Unis sur le fondement de la fraude ou du dol (« *misrepresentation* ») commis par les émetteurs de titres financiers. Elle présente d'abord les actions que les investisseurs – individuellement ou par catégorie – intentent le plus couramment pour obtenir d'un émetteur la réparation de la perte causée par le dol, ainsi que la nature des réparations qui peuvent être sollicitées sur ces fondements. Elle continue ensuite par une brève explication des manières dont la preuve du dommage peut être rapportée en justice.

Les règles américaines gouvernant les contentieux boursiers sont très complexes ; la présentation synthétique qui suit est donc nécessairement générale et incomplète. Bien que décrivant fidèlement les règles habituelles qui gouvernent les situations et les actions en justice les plus courantes, elle peut présenter certaines problématiques de manière simplifiée ou omettre de mentionner certaines exceptions et certaines situations particulières, pour lesquelles des règles différentes sont susceptibles de s'appliquer.

Principales actions en justice ouvertes aux investisseurs

Plusieurs actions s'offrent aux investisseurs cherchant à obtenir la réparation des dommages causés par les agissements dolosifs d'un émetteur. La possibilité d'invoquer ces fondements dépend du contexte dans lequel le dol a été commis et de la possibilité de rapporter la preuve de ses éléments constitutifs. En général, les principaux fondements qui peuvent être invoqués par des actionnaires sur la base d'une théorie du dol sont de trois ordres : (i) les actions fondées sur le dol commis dans le cadre d'une offre au public de titres financiers ; (ii) les actions fondées sur des agissements frauduleux ; et (iii) les actions fondées sur le dol commis dans le contexte d'une consultation des actionnaires pour des décisions nécessitant leur approbation, telle que la cession de l'émetteur.

1. Déclarations inexactes dans le cadre d'une offre au public de titres financiers

Des actions spécifiques sont ouvertes aux investisseurs qui cherchent à obtenir réparation des préjudices résultant de déclarations inexactes, ou de l'omission de certaines informations, dans les documents qui doivent être déposés auprès de la *United States Securities and Exchange Commission* (la « SEC ») et qui sont fournis aux acheteurs de titres financiers dans le cadre d'une offre de titres primaire ou secondaire. Les actions ouvertes aux investisseurs dans ces situations sont relativement faciles à invoquer et favorables aux demandeurs.

Section 11 du *Securities Act* de 1933. En vertu du *Securities Act* de 1933 (le « *Securities Act* »), une offre au public de titres financiers aux Etats-Unis requiert généralement le dépôt d'un document d'enregistrement (« *registration statement* ») auprès de la SEC, dont le contenu est fixé par la loi et les règles édictées par la SEC. La Section 11 du *Securities Act* énumère un certain nombre de personnes qui sont tenues responsables des déclarations ou omissions trompeuses

dans le document d'enregistrement ou l'omission d'informations devant figurer dans ce document. Parmi les catégories de personnes responsables figurent l'émetteur des titres, tout signataire du document d'enregistrement, y compris les mandataires sociaux de l'émetteur, toute personne qui a « préparé » le document d'enregistrement et toute banque présentatrice de l'offre.

La responsabilité prévue à la Section 11 est souvent décrite comme une responsabilité objective des émetteurs. Afin d'intenter une telle action, l'investisseur doit seulement démontrer que (i) le document d'enregistrement comportait une inexactitude ou omission grave (« *material misstatement or omission* »), ou ne comportait pas l'information requise dans un tel document, et (ii) qu'il a acquis le titre financier en vertu du (« *pursuant to* ») document d'enregistrement incomplet. Le demandeur n'est pas tenu de démontrer la fraude, le dol ou même la négligence. Il n'est pas nécessaire que le demandeur ait lu le document d'enregistrement ou qu'il ait fondé sa décision sur ce document ou sur la déclaration trompeuse. En outre, il n'est pas nécessaire que le demandeur rapporte la preuve que le préjudice subi a été causé par la déclaration ou l'omission trompeuse.

Pour démontrer que les titres ont été acquis « en vertu du » document d'enregistrement, il n'est pas nécessaire que le demandeur soit l'acquéreur initial des titres, dès lors que les titres acquis ont été émis en vertu de ce document d'enregistrement. Dans le cas d'une introduction en bourse, ce lien est automatiquement établi. S'il y a eu des émissions antérieures de titres de la même catégorie, les investisseurs peuvent établir le lien en démontrant qu'ils se sont vu allouer les titres par les banques présentatrices, mais le lien peut être plus difficile à établir lorsque les demandeurs ont acquis les titres sur le marché secondaire.

Les personnes autres que l'émetteur peuvent se prévaloir d'un moyen de défense textuel, consistant à prouver qu'une « *due diligence* » a été effectuée, c'est-à-dire qu'à l'issue de vérifications raisonnables,

ces personnes étaient fondées à croire que le document d'enregistrement ne comportait aucune inexactitude grave. L'émetteur ne dispose d'aucun moyen de défense.

L'évaluation des préjudices en vertu de la Section 11 est prévue textuellement. Un actionnaire peut se voir attribuer la différence entre le montant payé – jusqu'au prix de l'offre au public – et la valeur de l'action au moment où l'action est intentée ou, si l'actionnaire a cédé ses titres avant l'instance, le prix de la cession. Chaque actionnaire percevra des dommages et intérêts de montants différents selon la valeur du titre au moment où il l'a acquis, le moment où l'action est intentée et, en ce qui concerne les actionnaires qui ont cédé leurs titres, le prix de cession. Certains actionnaires ne seront pas entièrement indemnisés de leur perte ; un actionnaire qui a acquis les titres à un prix supérieur au prix de l'offre ne pourra pas être indemnisé pour le surplus payé au-delà du prix de l'offre.

L'évaluation des préjudices prévue dans la Section 11 est une variante des préjudices « directs », « effectifs » (« *actual* ») ou « effectivement subis » (« *out-of-pocket* ») que l'on rencontre généralement en *common law* dans des actions relatives à des agissements frauduleux ou des actions au fondement similaire. L'émetteur est ainsi tenu de compenser la perte de valeur en-dessous du prix de l'offre et non les pertes qu'un demandeur a pu encourir du fait de l'acquisition au-dessus du prix de l'offre, ou en raison de variations du prix du titre à compter de la date à laquelle le demandeur a intenté l'action en justice. Le demandeur qui conserve ses titres après l'ouverture d'une instance s'expose à la perte de valeur des titres, mais conserve le bénéfice si la valeur du titre augmente.

Un aspect important des actions en vertu de la Section 11 est que l'investisseur qui agit en justice n'est pas obligé de rapporter la preuve que la déclaration trompeuse qui entraîne la responsabilité de l'émetteur a effectivement causé la baisse du prix des titres. La causalité est présumée. Les défendeurs peuvent essayer de réfuter le fait que

la déclaration trompeuse est à l'origine de la baisse du prix des titres en démontrant que cette baisse, ou une partie de cette baisse, a été causée par un autre facteur, par exemple par les tendances baissières des marchés en réaction à une dégradation générale de l'économie ou du secteur spécifique de l'émetteur, ou en raison d'autres phénomènes propres à l'émetteur. Comme on le verra plus loin dans cette note, la causalité fait généralement l'objet de vifs débats et la détermination des éléments qui ont causé les variations du prix d'un titre, ainsi que la mesure de cette causalité, sont rarement chose aisée.

Section 12 du *Securities Act* de 1933. Un deuxième type d'action s'offre aux acquéreurs de titres à l'occasion d'une offre au public, en vertu de la Section 12 du *Securities Act*. La Section 12 peut servir de fondement à la responsabilité de toute personne qui vend ou offre un titre « au moyen d'un prospectus ou d'une communication orale » (« *by means of a prospectus or oral communication* ») comportant une grave inexactitude ou omission. Tel que défini dans le *Securities Act*, un « prospectus » désigne presque toute forme de communication écrite par laquelle une offre de titres est formulée ou la vente de titres est confirmée.

Pour intenter une action en vertu de la Section 12, un investisseur doit seulement démontrer qu'il a acquis le titre que le défendeur a offert ou vendu au moyen d'un prospectus trompeur ou d'une communication orale trompeuse. L'investisseur n'est pas tenu de démontrer qu'il a fondé sa décision sur la déclaration trompeuse, ni même qu'il a lu le prospectus prétendument trompeur. Il n'est pas nécessaire non plus de démontrer chez le vendeur une intention fautive, ni aucune forme de faute, et pas même de la négligence. Il suffit de démontrer que le demandeur a acquis le titre auprès du défendeur et que l'offre de vente comportait une inexactitude grave.

Contrairement à l'action prévue dans la Section 11, l'action en vertu de la Section 12 est réservée aux personnes qui ont acquis un titre auprès du vendeur à l'origine de l'inexactitude dans l'offre de vente.

Une action ne peut être intentée en vertu de la Section 12 par des investisseurs ayant acquis leurs titres sur le marché secondaire. Il s'agit d'une action d'application relativement restreinte.

Le défendeur qui a offert ou vendu les titres peut essayer de se défendre en alléguant que l'acquéreur avait connaissance de la réalité des faits qui étaient l'objet de l'inexactitude, ou que le défendeur n'en avait pas connaissance et qu'il ne pouvait pas savoir que la déclaration en question était trompeuse « au terme de vérifications raisonnables » (« *in the exercise of reasonable diligence* »).

L'évaluation du préjudice en vertu de la Section 12 est aussi prévue textuellement. Un acquéreur qui continue de détenir le titre peut rétrocéder le titre au vendeur et, en échange, recouvrer la somme qu'il a payée pour le titre, augmentée des intérêts, mais diminuée de toutes sommes perçues (telles que des dividendes ou les intérêts perçus). Le texte ouvre en fait droit à la rescision de l'acquisition. Cette réparation est similaire à la réparation prévue en *common law* en cas d'incitation frauduleuse (« *fraud in the inducement* »), c'est-à-dire dans les situations où des agissements frauduleux ont incité une personne à conclure une transaction. Aux termes de la Section 12, il est présumé que la déclaration trompeuse a causé l'acquisition des titres. La Section 12 implique aussi une présomption que toute baisse du prix a été causée par la déclaration trompeuse.

Un investisseur qui ne détient plus les titres, et qui ne peut donc demander la rescision, peut solliciter des dommages et intérêts équivalant à la différence entre le prix d'acquisition des titres et leur prix de revente.

Comme dans les actions ouvertes sur le fondement de la Section 11, un défendeur peut essayer de réduire sa responsabilité ou tout simplement de s'en exonérer en rapportant la preuve que d'autres facteurs que la déclaration trompeuse ont été la cause, en tout ou en partie, de la baisse du prix du titre. Les procédés habituels de preuve seront examinés plus loin dans cette note.

2. Actions en responsabilité fondées sur la fraude en vertu de la Section 10 du *Securities Exchange Act* de 1934

Le droit boursier offre aussi aux investisseurs une voie assez souple pour obtenir réparation en raison d'agissements frauduleux. Contrairement aux actions fondées sur les Sections 11 ou 12, les actions fondées sur la fraude ne sont pas limitées à des situations où les titres sont vendus au cours d'une offre au public, bien qu'elles puissent aussi être intentées dans de telles circonstances. Elles sont intentées plutôt lorsque les investisseurs achètent ou vendent des titres sur le marché, dans des transactions avec d'autres acheteurs et vendeurs de bonne foi. En outre, ces actions peuvent être intentées sur la base de diverses formes de communication, le plus souvent des rapports semestriels ou trimestriels enregistrés auprès de la SEC, mais aussi des communiqués de presse ou des déclarations à l'occasion d'interviews ou de conférences téléphoniques avec les analystes, lors d'assemblées générales, voire sans doute même dans des publications en ligne telles que sur Twitter ou Facebook.

D'un point de vue historique, il est intéressant de noter que l'action en réparation ouverte aux investisseurs en raison d'agissements frauduleux n'a pas été introduite par les textes. Ce sont les juges qui ont vu le fondement d'une action civile en réparation dans l'interdiction, prévue à la Section 10 du *Securities Exchange Act* de 1934 (l'« *Exchange Act* »), d'utiliser des moyens de « manipulation ou de déception ou des artifices » dans le cadre de la vente ou de l'achat de titres en violation des règles posées par la SEC, lue conjointement avec la *Rule 10b-5* de la SEC, qui interdit la fraude et les déclarations trompeuses. Pour ce qui nous concerne, la *Rule 10b-5* dispose que :

« Il est fait interdiction à toute personne, agissant directement ou indirectement, de... :

- a) Avoir recours à tout stratagème, toute manœuvre ou tout artifice pour induire en erreur,

- b) Procéder à toute déclaration inexacte concernant un fait important ou omettre d'indiquer un fait important, dont l'indication est nécessaire pour que les affirmations faites, au regard des circonstances dans lesquelles elles ont été faites, ne soient pas trompeuses, ou
- c) Se livrer à tout acte, pratique ou activité qui a pour objet ou pour effet d'abuser ou de tromper toute personne, dans le cadre de l'achat ou la vente de titres financiers ».

Bien que la Section 10 et la *Rule 10b-5*, prises ensemble, ne fassent qu'interdire les comportements frauduleux et ne confèrent pas expressément aux investisseurs qui ont été victimes d'une fraude le droit de solliciter une réparation en raison de la violation de la *Rule 10b-5*, les juges ont interprété ces dispositions comme « impliquant » qu'un investisseur ayant été victime d'une fraude au sens de la *Rule 10b-5* peut intenter une action sur le fondement des règles de droit boursier fédérales afin d'obtenir réparation de son préjudice.

Telle que conçue par les tribunaux, l'action fondée sur la *Rule 10b-5* peut être intentée dans presque tous les cas de figure, sur la base de presque n'importe quelle déclaration émanant de l'émetteur d'un titre financier ou visant cet émetteur. Elle peut être intentée non seulement dans le cadre de transactions sur le marché, mais aussi de cessions de blocs, de ventes de gré-à-gré, de ventes de titres non enregistrés auprès du régulateur ou de titres d'une société au capital à faible flottant. La transaction doit concerner un « titre » (« *security* ») et doit être réalisée aux moyens d'instruments de commerce américain interétatiques (« *interstate commerce* »), tels que les services postaux ou les moyens de télécommunication.

L'action prétorienne fondée sur la fraude reprend les éléments de la fraude que l'on rencontre généralement en *common law*, mais avec quelques différences importantes. Ces éléments sont :

- > une inexactitude ou omission significative de la part du défendeur
- > effectuée dans l'intention de tromper ou d'abuser, un concept connu sous le nom de « *scienter* »
- > dans le cadre de l'achat ou de la vente d'un titre financier
- > sur laquelle s'est fondée le demandeur
- > et qui lui a causé un préjudice financier

Contrairement aux actions en vertu des Sections 11 et 12, une action en responsabilité pour fraude suppose d'alléguer un comportement caractérisant une intention frauduleuse ou des actes d'une négligence particulière. Il ne suffit pas de prétendre que la déclaration était erronée, ni même qu'elle était gravement erronée. La personne à l'origine de la déclaration devait agir dans un état d'esprit caractérisant une volonté de tromper. De plus, aux termes de textes adoptés en vue de durcir les conditions d'une action en responsabilité pour fraude, un demandeur qui intente une telle action doit avancer des faits indiquant une « forte inférence causale » (« *strong inference* ») selon laquelle le défendeur a agi dans un état d'esprit caractérisant le « *scienter* ».

Chacun de ces éléments recèle de nombreuses difficultés, mais puisque cette note se concentre sur les règles applicables aux demandes en réparation, quatre points méritent des développements particuliers.

Le critère d'« achat ou de vente ». La condition que la fraude ait été réalisée « dans le cadre de l'achat ou de la vente » d'un titre financier limite les personnes qui peuvent se prévaloir de l'action aux investisseurs qui ont acheté un titre financier, en général à un prix qu'ils prétendent par la suite surévalué en raison de l'information trompeuse. Un investisseur ne peut intenter d'action en raison du fait qu'il a été amené de manière frauduleuse à ne pas acheter le titre, ou à ne pas le vendre. Seuls des investisseurs qui ont effectué des

transactions sur des titres financiers durant la période de la fraude alléguée peuvent prétendre agir sur le fondement de la *Rule 10b-5*.

« **Reliance** » et la présomption de « fraude au marché ». En *common law*, un demandeur agissant en réparation pour fraude doit démontrer qu'il y a eu « *reliance* », c'est-à-dire que sa décision a reposé sur la déclaration prétendument trompeuse. Une action en réparation pour fraude en vertu de la *Rule 10b-5* requiert elle aussi la preuve de la *reliance*, mais les tribunaux ont dégagé des règles particulières qui rendent relativement faciles l'allégation et la preuve de *reliance* en ce qui concerne des titres négociés sur le marché. Dans ce cas, il n'est pas nécessaire que les investisseurs démontrent avoir fondé personnellement leur décision sur une affirmation qui s'est révélée inexacte, ni même qu'ils démontrent en avoir eu personnellement connaissance. Dans la plupart des cas, le critère de *reliance* est présumé rempli par application d'une règle connue sous le nom de présomption de « fraude au marché » (« *fraud on the market* »). La présomption de « fraude au marché » se rattache à la théorie économique selon laquelle dans un marché efficient le prix d'un titre reflète rapidement toutes les informations disponibles publiquement, y compris toutes inexactitudes à propos de la valeur du titre financier. Cette « hypothèse d'efficience du marché » est une hypothèse centrale du droit des titres financiers américain actuel. Selon cette hypothèse, une information gravement trompeuse visant un émetteur aura un impact sur le prix de marché de ses titres et « trompe » les investisseurs, puisque ceux-ci sont présumés fonder leur décision sur le prix de marché du titre, en ce qu'il reflète toutes les informations importantes – et les informations inexactes – connues du marché. Cette hypothèse joue aussi un rôle important dans l'évaluation du préjudice, comme on le verra plus loin.

Grâce à la présomption de « fraude au marché », le critère de *reliance* peut être établi pour toute une catégorie d'investisseurs, en rapportant la preuve qu'ils ont acquis les titres sur un marché efficient.

Causalité de la perte. Par contraste avec les actions en vertu des Sections 11 et 12, qui ne supposent pas que le demandeur démontre que la baisse du prix du titre a été causée par une inexactitude ou omission grave dans le document d'enregistrement ou une offre de vente, la présomption de fraude en vertu de la *Rule 10b-5* suppose que le demandeur allègue et prouve que la perte dont il sollicite réparation – généralement liée à la baisse du prix du titre – a été causée par la déclaration trompeuse. Il s'agit du concept de « causalité de la perte » (« *loss causation* »), qui joue un rôle crucial dans les affaires de fraude relatives à des titres financiers.

Dans les affaires de déclarations trompeuses, les pertes sont généralement subies lorsque la déclaration qui a causé la hausse du prix de l'action est révélée et que le prix chute, causant une perte de valeur pour les personnes qui ont acquis le titre pendant la période durant laquelle le titre était surévalué en raison de la fausse déclaration. Les investisseurs qui achètent à un prix surévalué, mais qui revendent avant que le caractère trompeur de la déclaration ne soit révélé et que le prix du titre soit « corrigé », n'ont subi aucune perte susceptible d'être indemnisée, puisqu'aucune baisse du prix du titre ne peut être attribuée à une fraude qui demeure inconnue.

La causalité de la perte est importante au cours des premières étapes de l'instance, lorsque l'on vérifie que le demandeur se prévaut effectivement du fait que la baisse du prix constitutive d'une perte résulte de la fraude alléguée. Ainsi, par exemple, pour intenter une action basée sur une fausse déclaration, un demandeur doit alléguer que la baisse du prix du titre qui a prétendument entraîné une perte pour lui a coïncidé avec la révélation de la mauvaise information au marché. Les tribunaux exigent de manière stricte que le demandeur explique dans son acte introductif le lien de causalité entre la baisse du prix du titre et la fausse déclaration. Si les prétentions du demandeur ne remplissent pas ce critère, la demande est jugée irrecevable.

De plus, si la procédure suit son cours, le concept de causalité de

la perte continue d'avoir son importance, en matière d'évaluation du préjudice : dans quelle mesure la perte a-t-elle été causée par la fraude alléguée, par opposition à d'autres facteurs qui affectent la performance du titre ? Pour rapporter la preuve d'un préjudice, le demandeur doit démontrer que la fraude – et non pas d'autres facteurs – a causé la baisse de prix dont le demandeur sollicite l'indemnisation. Les procédés qui s'offrent aux demandeurs afin d'établir le montant de leur préjudice résultant d'une fraude alléguée sont décrits ci-après.

Perte économique. Comme pour les actions en vertu des Sections 11 et 12, les actions en vertu de la *Rule 10b-5* permettent uniquement de solliciter la réparation des pertes réelles ou effectivement subies (« *out-of-pocket* »). Un investisseur ne peut pas solliciter la réparation de la perte de gains espérés ou le coût d'opportunité de n'avoir pu réaliser d'autres investissements. Dans certains cas de figure limités, les tribunaux ont permis à des investisseurs d'obtenir réparation pour les gains espérés (« *benefit of the bargain damages* »), une évaluation du préjudice basée sur la valeur de ce qui avait été promis au détenteur des titres. Cette manière peu courante d'évaluer le préjudice a pu être mise en œuvre, par exemple, dans des affaires où un investisseur a été conduit, sous l'influence d'agissements frauduleux, à vendre ses titres avec la promesse d'un gain qui ne s'est jamais réalisé.

L'évaluation des pertes effectivement subies consiste habituellement à mesurer la différence entre ce que l'investisseur victime de la fraude a payé pour acquérir le titre – un prix surévalué, ou plus élevé, en raison de la fausse déclaration – et la « juste valeur » du titre à cette date. La juste valeur est le prix hypothétique auquel le titre aurait dû être négocié sur le marché, en l'absence de fraude. Toutefois, comme il a été indiqué ci-dessus, s'il souhaite obtenir des dommages et intérêts, un investisseur doit avoir effectivement subi une perte économique résultant de la fraude. Ainsi, un actionnaire qui achète à un prix surévalué, mais qui revend ses actions avant toute

correction de la mauvaise information – c'est-à-dire à un prix qui demeure surévalué en raison de la mauvaise information – n'a subi aucune perte effective pouvant être attribuée à la fraude et ne peut réclamer aucune réparation. Un investisseur tel qu'un gestionnaire d'actif institutionnel qui détient un titre avant la fraude alléguée et qui achète et vend le titre durant la période où le titre est surévalué en raison de la mauvaise information doit compenser ses gains avec les pertes qu'il a subies.

Comme il sera indiqué ci-dessous, essayer de déterminer la « juste valeur » d'un titre en fonction du prix après que la mauvaise information a été « corrigée » peut s'avérer particulièrement délicat. Une critique de l'évaluation des préjudices en termes de différence entre le prix d'acquisition et le prix post-correction de l'information repose sur le constat que le prix des actions tend à être « sur-corrigé » après la révélation d'informations défavorables et à se rétablir à sa « juste valeur » après une période plus longue. Pour prendre en compte ce phénomène, le droit boursier prévoit que si le prix d'un titre retrouve sa valeur après une période de 90 jours à compter de la révélation de la fausse information, le préjudice est calculé en utilisant le prix médian constaté durant cette période.

3. Action en responsabilité en vertu de la Section 14 de l'*Exchange Act*

Une troisième situation où il a été reconnu à des investisseurs le droit d'agir en réparation a trait aux fausses déclarations dans le cadre de la sollicitation de procurations (« *proxy sollicitation* ») ou la sollicitation de l'accord des actionnaires en vue de modifier les termes des titres (« *consent sollicitation* »). Ici encore, le texte ne prévoit pas expressément de droit d'agir en responsabilité ; comme pour la *Rule 10b-5*, il s'agit plutôt d'une construction prétorienne, selon laquelle les titulaires de titres financiers disposent du droit de demander réparation des préjudices résultant des déclarations trompeuses faites

dans le cadre de sollicitations de procurations ou la sollicitation de l'accord des actionnaires.

La Section 14 de l'*Exchange Act* interdit à toute personne de solliciter des procurations ou l'accord des actionnaires en méconnaissant les règles édictées par la SEC. Les règles de la SEC régissant de telles sollicitations incluent la *Rule 14a-9*, prohibant toute sollicitation réalisée au moyen d'un « *proxy statement* », ou tout autre moyen de communication, qui comporte une grave inexactitude. Les tribunaux ont considéré que de telles interdictions impliquaient que les actionnaires ayant subi des pertes en raison des sollicitations trompeuses pouvaient demander réparation de leur préjudice.

Les règles régissant les actions en réparation intentées sur ce fondement sont encore incertaines et demeurent relativement peu développées et mal comprises. Il existe peu de jurisprudence et il est difficile d'extrapoler à partir de ces décisions. Toutefois, certaines juridictions ont permis à des titulaires d'instruments financiers, dans divers contextes, d'agir en réparation au motif que la valeur de leurs titres avait été négativement affectée par des transactions approuvées aux termes d'un vote – par exemple dans le cadre d'une fusion – entaché par des inexactitudes ou omissions trompeuses contenues dans les sollicitations de procurations. Dans de tels cas, ces actions en réparation posent les mêmes problématiques de causalité de la perte et d'évaluation du préjudice que les actions en vertu des Sections 11 et 12 ou de la *Rule 10b-5*.

La preuve du préjudice dans les actions boursières – L' « étude d'événement »

Comme il a été décrit ci-dessus, les actions en vertu des Sections 11 et 12 du *Securities Act* et en vertu de la *Rule 10b-5* de l'*Exchange Act* invitent toutes deux à examiner si – et dans quelle mesure – la mauvaise information alléguée au sujet d'un émetteur a affecté le prix de marché des titres et a causé une perte pour les investisseurs. Dans les actions en vertu des Sections 11 et 12, il incombe au défendeur de renverser la présomption que la totalité de la variation du prix du titre acheté dans le cadre d'une offre était due à la déclaration trompeuse effectuée dans le cadre de la distribution des titres. Dans les actions en vertu de la *Rule 10b-5*, c'est au demandeur qu'il incombe de rapporter la preuve à la fois de la causalité et du montant de la perte subie en raison de la fraude.

Les demandeurs et les tribunaux ont eu des difficultés de preuve dans ces matières. Comme en attestent les dispositions des Sections 11 et 12, un simple test « avant / après » est trop simpliste, puisqu'il ne prend pas en compte les facteurs autres que la mauvaise information qui auraient pu causer la variation du prix du titre. Les demandeurs ont donc étudié et développé des méthodes analytiques pour démontrer – ou, à tout le moins, essayer de démontrer – que les variations du prix du titre étaient dues à la correction de la mauvaise information. Il ne suffit pas non plus de démontrer que la variation peut être attribuée à un événement correcteur, puisque la causalité suppose de démontrer aussi dans quelle mesure cette variation a été causée par la correction.

Il est désormais établi que cette forme de démonstration nécessite le recours à une méthode d'analyse statistique complexe, communément appelée « étude d'événement » (« *event study* »), qui a pour but d'isoler les effets de l'information révélée sur le prix du titre et de neutraliser les autres facteurs qui ont pu affecter le prix du titre. Les études d'événements ont une importance cruciale dans les contentieux

boursiers américains. Ces contentieux finissent généralement en « batailles d'experts », au cours desquelles économistes et statisticiens avancent des théories antagonistes pour expliquer le comportement du prix d'un titre et établissent des estimations très différentes de l'effet d'une mauvaise information sur ce prix.

Etablir un indice de « juste valeur ». La première étape d'une étude d'événement est le calcul de la « juste valeur » du titre. On procède généralement à la sélection d'une « période propre » (« *clean period* ») avant l'information trompeuse et en construisant un indice qui reflète la performance du titre pendant cette période. Le rapport entre le prix du titre et l'indice peut ensuite servir à calculer la « juste valeur » du titre pendant la période où la mauvaise information a été diffusée.

Sans surprise, chaque étape de cette analyse est sujette à débat. La « période propre » doit avoir été réellement « propre » et non pas impactée par un autre événement qui aurait modifié la performance de l'émetteur par rapport à l'indice proposé. L'indice proposé est crucial, lui aussi. Les indices reconnus, comme le S&P 500, sont généralement considérés comme valables, mais la corrélation entre un titre en particulier et le S&P 500 est généralement insuffisante pour se servir de l'indice comme reflet du titre. D'autres indices construits à partir de titres d'un secteur particulier (par exemple celui des services financiers) pourraient être plus représentatifs, mais parce qu'ils sont composés d'un nombre plus faible de titres, la variation de chaque titre qui le compose peut avoir un effet de distorsion plus important. En général l'expert sera donc obligé de construire un indice pour les besoins spécifiques du litige. Les indices construits spécifiquement pour les besoins d'un litige ont naturellement tendance à être critiqués comme ayant été construits en vue de démontrer un résultat en particulier, en vue de minimiser ou de maximiser l'impact attribué à la mauvaise information qui fait l'objet du litige.

Déterminer la « période affectée ». La deuxième étape dans l'étude d'événement est la détermination de la « période affectée », pendant laquelle la mauvaise information a entraîné une surévaluation du prix du titre par rapport à sa « juste valeur ». Cette période débute généralement le jour de la diffusion de la mauvaise information et se termine lorsque celle-ci a été corrigée. On peut aisément poser ce principe, mais dans les faits la détermination du moment où le prix du titre a été affecté par la mauvaise information peut s'avérer extrêmement complexe. Dans certaines affaires, il est question de multiples informations trompeuses, diffusées à des moments différents et concernant parfois des sujets différents, chacun ayant pu potentiellement avoir un effet sur le prix. De la même manière, dans certains cas on peut isoler une seule correction, tandis que dans d'autres cas il est possible de contester que telle ou telle information a effectivement corrigé la fausse information dans le marché. L'information rectificative n'est pas toujours diffusée d'un seul tenant, mais peut au contraire être révélée au fil du temps. Par exemple, si une société annonce avoir constaté des erreurs dans sa comptabilité et donc le réexamen de ses comptes pour des trimestres passés, il peut s'agir de la totalité de la correction requise, mais il se peut que l'ampleur de la fausse information ne soit connue qu'à l'issue du réexamen et à la diffusion des résultats de celle-ci. Ce sont là d'autres points sujets à débat entre les parties.

Calculer la perte. La troisième étape est le calcul de la perte causée par la fausse information. A cette fin, on calcule, pour chaque jour de la période affectée, la différence entre le prix observé, par hypothèse surévalué, et la « juste valeur » estimée du titre, telle que déterminée à partir d'un indice de titres jugés comparables. Ici encore il y a matière à de nombreux débats entre juristes et économistes. L'un des sujets potentiellement litigieux est de savoir si l'indice – même s'il était un bon reflet du titre pendant la « période propre » – demeurerait un reflet fidèle durant la période affectée. L'une des parties pourra faire valoir que des changements intervenus durant la période affectée –

affectant le secteur de l'émetteur ou les marchés, ou tenant à l'émetteur lui-même – sont venus rompre la corrélation entre un ou plusieurs des titres inclus dans l'indice et l'émetteur.

A l'issue de l'analyse, l'étude d'événement de chaque partie se conclut sur l'appréciation du montant de la perte, à supposer qu'il y en ait une, par titre et par acquisition pour chaque jour composant la période affectée. La construction de ces analyses – et la critique des analyses de l'adversaire – fournit une quantité considérable de travail aux avocats et aux experts. Il existe aux États-Unis des cabinets de conseil spécialisés dans la production de tels rapports d'expertise et l'appui aux avocats qui cherchent à attaquer et à discréditer le rapport produit par la partie adverse.

Déterminer une perte par action acquise un jour spécifique ne suffit pas à établir le montant total de la perte pour un investisseur donné, et encore moins pour toute une catégorie d'investisseurs. Pour déterminer un montant global des pertes dans le cadre d'une *class action*, le tribunal doit déterminer combien de titres ont été acquis durant la période affectée et conservés jusqu'à la fin de cette période, moment auquel la perte a été subie.

Pendant de nombreuses années, les parties ont développé des modèles de négociations complexes afin d'estimer le nombre d'actions acquises à toute date durant la période affectée qui ont été conservées jusqu'à la fin de cette période. Ces modèles reposent en large part sur des hypothèses comportementales qui ont peu d'assises empiriques, notamment des hypothèses centrales concernant le volume de négociation dû aux investisseurs de court terme (« *in-and-out* ») qui ont acheté et revendu leurs titres avant que la fausse information ne soit corrigée et n'ont donc subi aucun préjudice.

Les tribunaux remettent de plus en plus en question la fiabilité de ces modèles de négociations dans l'optique d'évaluer les pertes effectivement subies par une catégorie d'investisseurs, mais certaines juridictions acceptent encore ces modèles comme moyen de déterminer

le préjudice au niveau d'une catégorie entière. La pratique est assez fluctuante, mais elle semble s'écarter d'une expertise globale pour un ensemble d'actions acquises et conservées, en faveur d'une approche alternative, moins abstraite, fondée sur l'historique réel des négociations de chacun des investisseurs. Pour chacun des membres de la catégorie, le montant du préjudice est évalué séparément sur la base des acquisitions effectives de titres, à des dates données, que l'investisseur a détenus jusqu'à la fin de la période affectée. Le total des pertes individuelles peut alors être calculé pour déterminer le montant global dû par le défendeur.



Association déclarée - 4, rue de la Planché 75007 Paris
Tél. : 01 53 63 40 04 - Fax : 01 53 63 40 08

www.leclubdesjuristes.com