

Abus de marché : quelles réparations ?

Alain COURET, *Professeur à l'Ecole de Droit de la Sorbonne, Avocat associé CMS-BFL.* – Notre première table ronde est consacrée à la réparation.

Cette réparation est venue tard dans les réflexions en France. Elle a été prise en considération à l'heure d'une évidente tendance à la subjectivisation de la sanction et plus généralement d'une tendance au développement des droits à quelque chose, expression d'une vision de plus en plus subjective des rapports sociaux. La répression protège le marché en général et incidemment les investisseurs dès lors que la peur de la sanction est de nature à dissuader de commettre certaines infractions. La réparation répond à une attente croissante des investisseurs qui demandent à ce que le préjudice personnellement vécu soit réparé.

Si le droit à réparation s'est introduit tard dans le débat, c'est peut-être comme on l'a dit parfois pour des raisons culturelles : la spéculation suscite une évidente réprobation dans une partie de la population qui tend à renvoyer dos à dos l'auteur d'infractions boursières et ses victimes (V. Didier MARTIN "Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard", Mélanges AEDBF Finance 2013 p. 399 et s., spécialement p. 399). Mais probablement cette considération ne fournit qu'une part de l'explication. Il faut sans doute aller un peu plus loin dans la recherche.

Notre collègue Alain PIETRANCOSTA a de manière tout à fait remarquable approfondi le pourquoi de ce caractère tardif (Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur, RTDF n° 3-2007 p. 21 et s.). Outre des raisons de politique législative nées de la volonté de faire primer l'intérêt général sur l'intérêt particulier, il a montré que la cause résidait largement dans le profil même des victimes qui mettait à l'épreuve le droit classique de la responsabilité :

« Des victimes souvent ignorantes du dommage qu'elles subissent, en raison de la difficulté de détecter les délits et manquements ; des victimes passives, apathiques, une apathie rationnelle compte tenu de leur éparpillement et de l'absence d'instruments d'action collective efficaces face à des préjudices de masse ; des victimes conscientes, sinon partiellement consentantes, qui connaissent et sont censées assumer le risque inhérent aux coopérations de marché : peut-on prétendre à des réparations alors même que l'on a choisi de jouer en bourse (Didier MARTIN, op. cit. loc. cit.) ? Des victimes indéterminées, ou au moins rendues difficilement identifiables par le processus intermédié d'appariement des ordres sur les marchés financiers ; voire même des victimes introuvables, si l'on en croit l'analyse des délits boursiers en « victimless crimes » ; ou pire, des victimes nécessaires, sacrifiées sur l'autel de l'efficacité des marchés ; certainement, en tout cas, des victimes aux préjudices difficilement évaluables ».

Ces arguments qui ont une vraie valeur explicative ne sont pas insurmontables surtout si l'on examine leur pertinence à l'aune du droit comparé, ce que nous ferons tout au long de cette table-ronde grâce au concours de nos collègues Katrin DECKERT, maître de conférences à

l'Université Paris Ouest Nanterre La Défense et Bénédicte FRANCOIS, Professeur à l'Université de Tours.

Nul aujourd'hui ne discute l'intérêt qu'il y a à admettre une telle réparation. Comme le dit Alain SUPIOT dans son remarquable « *Homo Juridicus* », parmi les fondements dogmatiques du marché, il y a la circulation des créances, c'est-à-dire si l'on revient à l'étymologie la circulation de croyances (Edition du Seuil 2005, Collection « Points » 2009 p. 16). Peut-on concevoir que la méconnaissance des règles du jeu de cette circulation ne soit pas réparable ? On se plait à souligner la tendance du droit de la responsabilité civile à s'immiscer dans chaque interstice de la vie économique (Didier MARTIN, op. cit., loc. cit.) ; comment pourrait-il ignorer ce domaine ? Il faut donc dépasser les obstacles précédemment évoqués et répondre à quelques questions essentielles « *qui peut agir, contre qui, où, et pour obtenir quoi ou plutôt combien ?* » (Alain PIETRANOSTA précité p. 24 § 7).

L'AMF a fait des propositions, que ce soit au niveau du Collège (notamment rapport du groupe de travail présidé par Jacques DELMAS-MARSALET et Martine RACT-MADOUX « Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs » 25 janvier 2011) ou de la Commission des sanctions et cela peut être un utile point de départ. Maître Bernard FIELD, ancien Membre du Collège, aujourd'hui Membre de la Commission des sanctions va nous présenter dans un premier temps ces propositions.

La réflexion sur ces propositions toutefois doit être conduite en suivant un raisonnement systématique qui puisse permettre de balayer éventuellement les objections que nous avons précédemment évoquées.

Et d'abord, pour répondre à une question première : y a-t-il même un préjudice réparable ? Dominique SCHMIDT, agrégé des Facultés de Droit et avocat à la Cour de Paris, présentera ici les termes du débat.

A supposer que l'on puisse concevoir un préjudice réparable, comment définir ce préjudice : simple perte de chance, réparation intégrale du préjudice boursier ? Maître Arnaud de la COTARDIERE, avocat associé au cabinet LINKLATERS, nous apportera des éléments de réflexion.

S'il y a un préjudice, qui doit payer et comment faire payer ? Il y a ici plusieurs horizons temporels pour les réponses : quels sont les moyens existants aujourd'hui ? Quels sont les moyens procéduraux qui pourraient apporter des réponses plus efficaces ? Maître Vincent PONSONAILLE présentera un exposé sur ces questions.

Cet exposé ne pourra pas ne pas faire état de la situation française caractérisée par l'existence pour un même fait de plusieurs voies procédurales qui se cumulent parfois. Ce cumul améliore-t-il les chances de réparation ? Il y a fort à parier que la réponse sera négative, d'où l'intérêt de concevoir des approches différentes.

Notre collègue Dominique SCHMIDT présentera une piste de recherche susceptible de modifier substantiellement la procédure existante de réparation.

Mais pour le moment, je cède la parole à Maître Bernard FIELD pour qu'il nous parle des projets du collège et de la commission des sanctions de l'AMF.

LES PROJETS DE L'AMF EN MATIERE DE REPARATION

Bernard FIELD, *Membre de la commission des sanctions de l'AMF, Avocat à la Cour, Senior of counsel* - Le sujet qu'il m'a été demandé de développer, les propositions du collège et de la commission des sanctions en matière de réparation, est un sujet facile à traiter ; d'abord parce que c'est un sujet factuel ; ensuite parce que tout, sur ce sujet, figure dans le chapitre remarquable que notre ami et président de séance Alain Couret a rédigé dans l'ouvrage du CREDA sur les sanctions des sociétés cotées (A. Couret, La distinction Sanction / Réparation in, CREDA, Les sanctions des sociétés cotées – Quelles spécificités ? Quelle efficacité ? sous la dir. de A. Reygrobellet et N. Huet, LexisNexis LITEC, coll. « Le Droit des Affaires », 2012, p. 199 s.).

Je vais donc, pour ma part, faire une simple présentation cursive de ces propositions.

Dans le chapitre rédigé par Alain Couret auquel je viens de faire allusion, il est fait référence à un très ancien rapport annuel de la COB, de 1991. La COB avait demandé au professeur Viandier de réaliser une étude sur la réparation. Ce dernier avait conclu que la réparation civile des dommages causés aux actionnaires était quasi-nulle. Qu'en est-il vingt ans plus tard ? Car c'est le bond qu'il faut faire pour arriver au rapport du groupe de travail dont vous avez parlé à l'instant, et qui a été confié par le collège de l'AMF à deux de ses membres, Jacques Delmas-Marsalet et Martine Ract-Madoux (Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, groupe de travail présidé par Jacques Delmas-Marsalet et Martine Ract-Madoux, membres du collège de l'AMF, 25 janvier 2011). Ce rapport, qui porte sur l'indemnisation du préjudice subi par les épargnants et les investisseurs, a été publié fin janvier 2011.

Le groupe de travail s'est longuement penché sur le sujet du colloque puisqu'on y retrouve quelque 25 pages consacrées à la réparation. Il débouche sur une série de recommandations que je vais présenter succinctement.

Le premier point consiste à privilégier le règlement amiable des litiges au sein même des établissements financiers concernés et en développant la médiation de l'AMF. L'AMF dispose d'un service de médiation qu'elle a récemment renforcé. Ce service joue un rôle particulièrement utile pour tenter de rapprocher les vues et les intérêts de ceux qui s'estiment victimes d'agissements dans ces différents domaines, et ceux des établissements ou des sociétés de gestion qui ont pu abuser les épargnants en question.

La deuxième recommandation consiste à prendre en compte l'objectif d'indemnisation des victimes dans les procédures internes à l'AMF. Le rapport développe d'abord une série de

propositions concernant les services proprement dits de l'AMF. D'une part, s'agissant de ceux qui contrôlent les sociétés de gestion, le rapport les encourage à poursuivre la pratique des préconisations adressées aux professionnels en vue d'indemniser les personnes qui ont pu être lésées si des manquements à leurs obligations ont été détectés par les services. D'autre part, concernant la direction des enquêtes et des contrôles, le rapport suggère aux enquêteurs d'interroger les mis en cause, à un stade très en amont de l'enquête initiale, sur l'indemnisation éventuelle des clients qui auraient émis des réclamations sur leur comportement.

Ensuite, le rapport se penche sur la Commission des sanctions elle-même et fait plusieurs recommandations.

Dans un premier temps, il part d'un constat : la commission des sanctions prend « parfois » en compte, dans le quantum des sanctions qui sont prononcées, la question de la réparation. Et le rapport de conclure que ce « parfois » n'est pas suffisant ; il « encourage vivement la commission des sanctions à systématiser une telle démarche ».

Dans un deuxième temps, le groupe de travail propose d'instituer une sorte de procédure d'ajournement, plus ou moins calquée sur celle qui existe en procédure pénale, et qui prévoirait un renvoi à date fixe pour permettre au mis en cause d'indemniser les victimes de ses agissements.

Dans un troisième temps, il demande plus largement de prendre en compte la réparation dans la mise en œuvre du pouvoir de transaction (« composition administrative »). Ce qui revient à renvoyer la balle moins à la commission des sanctions qu'au secrétaire général de l'AMF et au collègue puisque c'est le secrétaire général qui négocie le montant de la transaction avec le mis en cause, le collègue donnant ensuite son aval avant que le dossier n'arrive à la commission des sanctions pour homologation. Mais il faut relever que la composition administrative est exclue en matière d'abus de marché.

Enfin, le groupe de travail s'est intéressé à l'indemnisation judiciaire, en préconisant d'organiser une contribution de l'AMF aux démarches des victimes, en permettant la transmission au juge civil, à sa demande, de toutes pièces utiles (rapport d'enquête ou de contrôle ou autre élément du dossier). Cette transmission se heurte aujourd'hui à la règle du secret professionnel à laquelle sont assujettis les membres de l'AMF et qui n'est levé par la loi qu'au profit du procureur de la République. La dernière proposition du groupe de travail en ce domaine préconise également de contribuer à l'évaluation du préjudice à la demande du juge, ce qui soulève des interrogations sur le processus qui serait suivi à cet effet.

Evidemment, la commission des sanctions n'a pas été en reste après ces propositions. Si le rapport du collègue a été mis en ligne fin janvier 2011, le groupe de travail mixte qui a été composé au premier semestre 2013 entre des membres de la commission des sanctions, des membres du collègue et quelques praticiens (avocats notamment) a été constitué à l'initiative de

la commission des sanctions elle-même. Le rapport rédigé à cette occasion a été rendu public le 3 octobre 2013 lors du colloque de la commission des sanctions. Il s'intitule, « Rapport sur le prononcé, l'exécution de la sanction et le post-sentenciel » (Groupe de travail présidé par Claude Nocquet, présidente de la Commission des sanctions de l'AMF, octobre 2013).

Le rapport écarte d'abord une proposition qui avait été faite par le groupe de travail du collège de l'AMF : celle de la procédure d'ajournement. Cette procédure ne lui apparaît pas adéquate pour toute une série de raisons, dont l'allongement des délais que cela induirait inévitablement, l'absence de moyens suffisants pour évaluer le préjudice, et le fait que devant la commission des sanctions il n'y a pas de parties civiles, contrairement à ce qui se passe dans un procès pénal. Autrement dit, les victimes n'étant pas présentes, il est assez difficile d'imaginer une procédure destinée à l'indemnisation des victimes, réelles ou supposées, sans que celles-ci soient présentes ou représentées devant la commission.

Le rapport dévie aussi délicatement une autre proposition du groupe de travail du collège sur la systématisation de la prise en compte de l'indemnisation dans le quantum des sanctions. La réponse est faite en deux temps : il indique d'abord que, parmi les circonstances aggravantes, « sont », et continueront de devoir être, prises en compte l'existence et l'ampleur des préjudices causés aux épargnants. Puis il fait une proposition légèrement différente, cette fois en évoquant les circonstances atténuantes, et propose d'ajouter à l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, comme critère à prendre en compte pour évaluer la sanction, notamment les mesures prises par le mis en cause pour réparer les préjudices causés aux tiers. Bien entendu, cela nécessiterait de passer par la voie législative.

Tout cela a trouvé écho dans le plan stratégique de l'AMF pour la période 2013-2016 qui a été présenté en tant que projet en septembre 2013 et qui devrait, à ma connaissance, être très prochainement confirmé après la période de consultation. L'écho se trouve dans l'un des objectifs de ce plan qui s'intitule « progresser dans la réparation des préjudices ». Quatre points d'amélioration sont proposés : prolonger et renforcer l'action de médiation de l'AMF, tenir compte plus systématiquement dans les investigations et dans les sanctions de la réparation des préjudices par les mis en cause comme une circonstance atténuante, inscrire dans les accords de composition administrative, plus systématiquement et lorsqu'il y a lieu, les engagements pris en matière de réparation des préjudices et, enfin, disposer de la faculté de transmettre au juge civil, en cas de demande, les pièces qui lui seraient utiles en vue de la réparation des préjudices subis par les épargnants, ce qui nécessite, comme déjà indiqué, de procéder à une modification législative. Celle-ci est en bon chemin puisque le projet de loi sur la consommation prévoit que le juge civil peut demander à l'AMF la transmission de tout document qui lui paraîtrait utile au règlement du litige dont il est saisi (devenue la loi n° 2014-344 du 17 mars 2014).

Alain COURET – Merci. Je vais passer la parole à Dominique SCHMIDT pour traiter de cette question, qui n'est pas si simple, et sur laquelle les comparatistes tout à l'heure porteront également leurs lumières : existe-t-il véritablement un préjudice réparable ?

LE PREJUDICE REPARABLE

Dominique SCHMIDT, *Agrégé des facultés de droit, Avocat* – Y a-t-il un préjudice réparable ?

Pour qu'il y ait un préjudice réparable, il faut caractériser une faute, un préjudice et un lien de causalité.

LA FAUTE

S'agissant de la **faute**, on constate que bien des abus de marché sont détectés par les services d'enquête de l'AMF et sont ensuite, devant la commission des sanctions, caractérisés et sanctionnés. Mais la décision de la commission des sanctions ne fait qu'établir un manquement aux obligations pesant sur les opérateurs et la commission n'a pas elle-même compétence pour caractériser une faute, civile ou pénale. Il ne suffit donc pas de se prévaloir d'une décision de la commission des sanctions relative à un abus de marché pour en déduire aussitôt l'existence d'une faute imputable à son auteur.

Y a-t-il un **préjudice** réparable au titre d'un abus de marché ?

LE PREJUDICE

La réponse varie selon l'abus de marché en cause. Il y a trois abus de marché.

Premier abus, l'opération d'initié - Une personne détient des informations privilégiées qui, si elles parvenaient au marché, seraient susceptibles d'influer sur le cours de bourse. Cette personne agit sans avoir révélé ces informations ; les investisseurs peuvent s'en plaindre en arguant que si cette information avait été révélée avant que cette personne l'exploite sur le marché, le cours aurait été différent, et les investisseurs auraient pu acheter moins cher ou vendre plus cher. L'infraction d'initié aurait donc causé un tel dommage. L'argument est périlleux. En effet, l'investisseur qui opère sur le marché passe par l'intermédiation nécessaire de la chambre de compensation de sorte que son cocontractant n'est pas l'initié. Son cocontractant peut être toute autre personne qui agit sur le marché au même moment que lui. De sorte que créer un préjudice à partir d'une information privilégiée retenue par un initié demeure en France sans précédent. Il en irait différemment si l'initié avait traité de gré à gré avec son cocontractant : dans cette hypothèse, la technique civile du dol par réticence pourrait trouver application. C'est dans cette seule hypothèse, semble-t-il, qu'il pourrait y avoir, en l'état de notre législation et de notre jurisprudence, un préjudice réparable au titre d'un manquement d'initié.

Deuxième abus, la manipulation de marché – Il s'agit de manœuvres qui entravent le fonctionnement normal du marché en induisant autrui en erreur. Ces manœuvres consistent le plus souvent à faire passer une ou des informations sur le marché qui vont induire en erreur les

autres opérateurs ; et c'est de cette erreur que profite le manipulateur au moment où il déboucle son opération. Sur le plan du préjudice réparable, cet abus se rapproche du troisième abus.

Troisième abus, la diffusion de fausses informations – C'est l'infraction la plus fréquente : la grande majorité des décisions de la commission des sanctions concerne des fausses informations diffusées sur le marché.

Un marché fonctionne à l'aide des informations dont disposent les investisseurs : au vu de ces informations, les investisseurs achètent, vendent, offrent et acceptent un prix. L'information contribue à la formation des prix de sorte qu'une fausse information est susceptible de produire un effet sur le cours. Cet effet se traduit par un cours artificiel, soit à la hausse si l'information fautive est trop optimiste, soit à la baisse si elle est trop décevante.

Une fautive information est de nature à causer un double préjudice aux opérateurs (V. sur ce sujet l'intervention *infra* d'Arnaud de la Cotardière) : tout d'abord, les opérateurs peuvent soutenir que s'ils avaient connu la vérité, cachée par la fautive information, ils auraient acquis moins cher, vendu plus cher ou auraient conservé leurs titres. De sorte que, en raison de la fautive information, leur consentement n'a pas été éclairé. Ce premier aspect du préjudice est analysé comme la perte d'une chance d'investir autrement, la fautive information ayant généré cette perte.

Les investisseurs peuvent également soutenir que la fautive information trop optimiste a induit un cours de 110, par exemple, alors que la connaissance de la réalité aurait conduit le marché à retenir un cours de 100. Si donc l'achat des titres a été réalisé au cours de 110, le surpris de 10 représente une perte financière. La perte financière constitue ainsi le deuxième préjudice éventuellement réparable.

LE LIEN DE CAUSALITE

Le problème le plus délicat concerne le lien de causalité. En effet, il ne suffit pas de constater l'existence d'une faute et d'un préjudice. Encore faut-il que les deux soient liés. Pour prouver qu'une information abusivement retenue par un initié, c'est-à-dire non dévoilée au marché, ou pour établir qu'une fautive information, par suite d'une manipulation de cours ou d'une diffusion trompeuse, a pu générer le préjudice, il faut établir trois éléments indispensables.

Il faut d'abord que la victime démontre qu'il existe une relation entre la fautive information, ou l'information retenue par l'initié, et le cours du titre. Si la fautive information n'a produit aucun effet sur le cours du titre, il n'y a pas de préjudice. La fautive information s'est noyée dans le flot des informations qui chaque jour arrivent sur les marchés. Donc une information qui n'aurait pas de relation avec le cours du titre ne provoque pas de préjudice réparable.

A supposer que cette relation soit établie, il faut encore la mesurer : quel aurait été le cours en l'absence de l'information fautive ou retenue ? Il faut enfin que la victime établisse la relation entre la fautive information, ou l'information retenue abusivement par l'initié, et sa propre

décision d'investir ou de conserver : elle devra prouver que la fausse information a exercé une influence quasi déterminante sur sa décision d'acheter, de vendre ou de conserver. Supposons qu'un investisseur ait opéré en bourse tel jour, mais que ce jour-là il ne connaissait pas la fausse information. Cette information aurait-elle eu un impact sur le cours, elle n'a pas dicté son arbitrage. Il faut donc qu'il démontre qu'il connaissait la fausse information et que cette fausse information l'a déterminé à acheter le titre en cause. C'est dire à quel point la preuve du lien de causalité est très difficile à rapporter.

La difficulté d'obtenir la pleine réparation du préjudice se trouve accrue par l'arrêt rendu par la chambre commerciale de la Cour de cassation le 9 mars 2010 : « Attendu que celui qui acquiert ou conserve des titres émis par voie d'offre au public au vu d'informations inexactes, imprécises ou trompeuses perd seulement une chance d'investir ses capitaux dans un autre placement ou de renoncer à celui déjà réalisé ». La formule est pénalisante sous l'angle du préjudice, puisqu'elle exclut la réparation de la perte financière. Elle est cependant intéressante sous l'angle du lien de causalité en ce qu'elle fait (en quelque sorte) présumer que la fausse information a trompé le consentement de l'investisseur. Il suffirait de constater que la fausse information a créé un contexte dans lequel un investisseur a pu perdre une chance d'arbitrer différemment. On voit ainsi que la notion de perte de chance utilisée par la Cour de cassation est en fait le palliatif d'une causalité incertaine.

LE PREJUDICE REPARABLE EN DROIT AMERICAIN ET EN DROIT ALLEMAND

LES PRESOMPTIONS DE LIEN DE CAUSALITE DANS LE DROIT AMERICAIN

Bénédicte FRANCOIS, *Professeur à l'Université François Rabelais de Tours* –

Aux États-Unis, le grand nombre des actions en justice engagées par les investisseurs s'explique traditionnellement par l'existence, dans le domaine financier, de lois et d'une jurisprudence favorables (V. J. C. Coffee, Jr and H. A. Sale, *Securities Regulation, Cases and Materials*, 11th ed., Thomson Reuters, Foundation Press, 2009, p. 849 s. ; L. Loss and J. Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, 3rd ed, Boston, Little, Brown & Company, 1995 ; S. M. Bragg, *Running A Public Company, From IPO to SEC Reporting*, John Wiley & Sons, Inc., 2009, p. 79 ; Mathilde Sollier, *Les incidences extraterritoriales du Dodd Frank Act*, Bull. Joly Bourse, 1 janv. 2013, n°1, p. 41 n°4 ; P.-H. Conac, *La responsabilité civile dans le cadre d'une action collective aux États-Unis au titre d'un manquement à l'obligation d'information*, Bull. Joly Bourse, 1^{er} mai 2007, n°3, p. 358 et *La régulation des marchés boursiers par la Commission des opérations de bourse (COB) et la Securities and Exchange Commission (SEC)*, LGDJ, 2002, spéc., p. 197). Mais la situation évolue. En 2012, on constate une diminution de 19 % du nombre des actions collectives avec 152 cas contre 188 en 2011 (Rapport de la Stanford Law School - *Securities Fraud Class-Actions Fall as Crisis Cases Wane*, January 23, 2013, http://securities.stanford.edu/resources_news_blog_excerpt.html?id=113330). C'est le second plus bas niveau en 16 ans. Surtout, une décision de la Cour Suprême prise le 15 novembre 2013 dans l'affaire Halliburton contre Erica John Fund devrait rendre plus difficile la démonstration du lien de causalité et de ce fait raréfier les actions en réparation (Halliburton Co v. Erica P. John Fund, Inc., 2013

WL 4855972 (2013), Supreme Court of the United States, Petition for a Writ of Certiorari, N°13-317, Sept. 9, 2013 and Nov. 15, 2013, Petition granted, <http://www.supremecourt.gov/Search.aspx?FileName=/docketfiles/13-317.htm>.

Originalité du régime de responsabilité civile existant.

Au lendemain de la crise de 1929, le Congrès a adopté deux textes fondateurs de la régulation financière américaine : le *Securities Act* de 1933 et le *Securities Exchange Act* de 1934 (J. Seligman, *The Transformation of Wall Street. A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, Rev. ed. Boston: Northeastern Univ. Press, 1995, chap. 2 et 3 ; V. égal. J. M. Landis, *The Legislative History of the Securities Act of 1933*, 28 *George Washington Law Review*, 29 (1959)). Des dispositions du *Securities Act* et de l'*Exchange Act* ont explicitement prévu que les investisseurs pouvaient agir en justice pour obtenir réparation (*express private right of action*).

Le *Securities Act* de 1933 comporte trois articles (*Sections*) aménageant le régime de la responsabilité civile (*Anti-Fraud Provisions*) (<https://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>).

La *Section 11 « Civil liabilities on account of false registration statement »* permet aux investisseurs d'engager la responsabilité civile des émetteurs en cas d'informations erronées dans les documents d'enregistrement (*registration statement*) soumis à la *Securities and Exchange Commission*. L'action est ouverte aux investisseurs qui ont souscrit directement les titres lors de l'émission, mais aussi aux investisseurs du marché secondaire s'il leur est possible de démontrer que ces titres proviennent du placement originel (*shares « must be traced to the registered offering »*) (J. C. Coffee, Jr and H. A. Sale, *Securities Regulation, Cases and Materials*, 11th ed., Thomson Reuters, Foundation Press, 2009, p. 850 ; V. égal. H. A. Sale, *Disappearing Without a Trace: Sections 11 and 12(a) (2) of the 1933 Securities Act*, 75 *28 George Washington Law Review*, 429 (2000)). Afin d'aider les plaignants, le *Securities Act* de 1933 a prévu des règles qui permettent de faciliter la preuve de la faute, du dommage et du lien de causalité. Tout d'abord, il faut que le plaignant prouve que les documents d'enregistrement contenaient une présentation erronée d'un fait important (*material fact*) ou omettaient de présenter un fait important qui était exigé ou nécessaire pour éviter une interprétation trompeuse. Est jugé important un fait ou une omission qu'un « investisseur raisonnable » considérerait comme significatif avant de prendre une décision d'investissement. L'investisseur peut alors engager la responsabilité des auteurs des documents d'enregistrement erronés. Pèse sur l'émetteur une présomption irréfragable de responsabilité (V. P.-H. Conac, *La responsabilité civile dans le cadre d'une action collective aux États-Unis au titre d'un manquement à l'obligation d'information*, op. cit., n°9). La société émettrice est donc soumise à un régime de responsabilité sans faute. Une seule exception est admise : l'émetteur doit prouver que l'investisseur était au courant de l'inexactitude ou de l'omission précitée.

Quant aux autres personnes qui ont préparé ou certifié les documents d'enregistrement (administrateurs, commissaires aux comptes, garants, experts...), leur responsabilité peut également être engagée. La présomption est simple. Mais, pour la renverser, il leur faut prouver qu'ils ont apporté à l'affaire toute l'attention requise et qu'ils ont effectué les diligences

normalement attendues (*reasonable care and due diligence defenses*). Ces différents acteurs peuvent être tenus responsables conjointement ou solidairement – à l'exception des administrateurs indépendants (*Sect. 11 (f) « Joint and several liability. Liability of outside directors »*).

De plus, l'investisseur devrait en théorie prouver deux causalités (V. P.-H. Conac, La responsabilité civile dans le cadre d'une action collective aux États-Unis au titre d'un manquement à l'obligation d'information, *op. cit.*, n°12). Tout d'abord, il devrait arguer qu'il a cru à l'information erronée figurant dans le prospectus et que celle-ci a déclenché son achat. Or la *Section 11* du *Securities Act* de 1933 a institué une présomption irréfragable de causalité entre l'information erronée figurant dans le document et l'achat du titre (*reliance*). L'investisseur devrait établir également que l'information erronée est à l'origine de son dommage (*loss causation*). La *Section 11* a établi une présomption, simple cette fois-ci, de causalité entre l'information erronée et le dommage subi. Les modalités de calcul du montant des dommages et intérêts sont fixées à la *Section 11 (e)* (V. sur le dommage, *infra*).

La **Section 12** « *Civil liabilities arising in connection with prospectuses and communications* » du *Securities Act* de 1933 a prévu également deux actions. La première, qui est mentionnée à la *Section 12 (a) (1)*, n'est pas à proprement parler une action en responsabilité puisqu'il s'agit d'obtenir l'annulation de la vente des titres (*rescission*), mais les conditions de mise en œuvre sont proches (P.-H. Conac, La responsabilité civile dans le cadre d'une action collective aux États-Unis au titre d'un manquement à l'obligation d'information, *op. cit.* n°14). Est responsable toute personne qui offre ou vend un titre en violation de la *Section 5* « *Prohibitions relating to interstate commerce and the mails* », par exemple si elle diffuse un prospectus alors que les titres, non exemptés, n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement (J. C. Coffee, Jr and H. A. Sale, *Securities Regulation, Cases and Materials*, *op. cit.*, p. 900 s.). La présomption de responsabilité est irréfragable. Le plaignant doit simplement prouver que le défendeur était un vendeur (*seller*). À ce propos, il est admis, depuis l'arrêt *Pinter v. Dahl* de la Cour suprême de 1988, que les courtiers (*brokers*) peuvent aussi être tenus pour responsables (Supreme Court of the United States, 1988. 486 US. 622, 108 S. Ct. 2063, 100 L. Ed. 2d 658). De plus, le plaignant doit montrer qu'il s'agit de commerce interétatique, que le défendeur n'a pas rempli les conditions de la *Section 5*, que l'action n'est pas prescrite et que le plaignant souhaite obtenir la nullité de la vente plutôt que des dommages et intérêts. La seule défense envisageable est d'invoquer que les titres ne relèvent pas de la *Section 5*.

La seconde action figure à la *Section 12 (a) (2)*. Engage sa responsabilité toute personne qui offre ou vend des titres, que ces derniers fassent ou non l'objet d'un enregistrement par la SEC, en recourant à un prospectus ou à une communication orale qui contiendrait un fait important erroné ou qui omettrait un tel fait. Pèse sur le vendeur une présomption simple de responsabilité qu'il ne peut renverser qu'en démontrant qu'il ignorait ces inexactitudes et qu'il a agi avec tout le soin et toutes les diligences possibles (*reasonable care defense*). Par ailleurs, là encore, le législateur est venu faciliter la mise en œuvre de cette action en prévoyant une

présomption irréfragable de causalité entre les inexactitudes et l'achat du titre (*reliance*) et une présomption simple de causalité entre les inexactitudes et le dommage (*loss causation*). Le plaignant peut obtenir la nullité de la vente ou des dommages et intérêts (V. sur le dommage, *infra*). Dans la *Section 12 (b)* « *Loss causation* », il est précisé que le défendeur peut réduire le montant recouvrable seulement s'il prouve que la dépréciation du titre n'a pas été provoquée par l'inexactitude. Toutefois, dans l'arrêt *Gustafson v. Alloyd Company, Inc.* de 1995, la Cour suprême a limité le champ d'application de cet article. Elle retient une définition restrictive du prospectus : la *Section 12 (2)* ne s'applique qu'aux transactions publiques de titres (*public securities transactions*) nécessitant un prospectus au sens du *Securities Act* de 1933 ; elle ne saurait s'appliquer aux « communications » utilisées lors d'un placement privé ou lors de la vente de titres sur le marché secondaire (*a private, secondary transaction*) (Supreme Court of the United States, 1995. 513 US. 561, 115 S. Ct. 1061, 131, L. Ed. 2d 1 ; V. N. S. Guinan, *Nearly a Decade Later: Revisiting Gustafson and the Status of Section 12(A) (2) Liability in the Courts – Creative Judicial Developments and a Proposal for Reform*, 72 *Fordham Law Review*, 1053 (2004)). Cette solution, qui néglige la protection des investisseurs, n'a pas manqué d'être critiquée.

Relevons que la *Section 15* « *Liability of Controlling Persons* » étend la responsabilité aux personnes qui contrôlent les personnes responsables au titre des *Sections 11* et *12* précitées. Cette disposition est utile spécialement en cas d'insolvabilité de ces dernières.

Au demeurant, la *Section 17* « *Fraudulent Interstate Transactions* » traite de la négociation frauduleuse de titres, y compris des *swaps* de titres (*securities based swap*). Il est illégal d'employer des dispositifs afin de tromper les investisseurs en utilisant des faits erronés ou en s'abstenant d'indiquer des faits importants. À l'instar de la Règle 10b-5 (V. *infra*), certains tribunaux avaient admis un droit implicite d'agir en responsabilité (*implied private right of action*) (V. not. *Pfeffer v. Cressaty*, 223 F.Supp. 756 (S.D.N.Y. 1963)). Les décisions récentes y sont moins favorables (V. *Maldonado v. Dominguez*, 137 F.3d 1 (1st Cir. 1998) ; J. C. Coffee, Jr and H. A. Sale, *Securities Regulation, Cases and Materials*, *op. cit.*, p. 929).

Quant au *Securities Exchange Act* de 1934, la *Section 20A* « *Liability to Contemporaneous Traders for Insider Trading* » permet aux investisseurs qui auraient acheté ou vendu un titre en même temps qu'une personne coupable d'un délit d'initié d'engager la responsabilité de celle-ci (V. sur le dommage, *infra*). Toutefois, cette action est rarement utilisée. Tel n'est pas le cas de la responsabilité pour fraude qui est fondée sur la *Section 10 (b)* « *Regulation of the Use of Manipulative and Deceptive Devices* ». Le Congrès entendit faire de cet article une disposition « attrape-tout » (*catchall provision*) pour empêcher les fraudes sur les marchés financiers (*Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 2022-203 (1976) citant les débats parlementaires : *Hearings on H.R. 7852 et H.R. 8720 Before the H. Comm. on Interstate and Foreign Commerce*, 73d Cong. 115 (1934) ; V. égal. *Chiarella v. United States*, 445 US 222, 246 (1980) (Blackmun, J. dissenting)).

Selon la *Section 10 (b)*, il est illégal pour toute personne, directement ou indirectement, par l'utilisation de tout moyen ou de tout instrument de commerce interétatique, de courriers ou par

le biais des installations d'une Bourse, d'utiliser ou d'employer, en lien avec l'achat ou la vente de titres cotés ou non, tout dispositif ou stratagème de manipulation ou de tromperie (*manipulative or deceptive device*) en violation des règles et règlements que la *Securities and Exchange Commission* peut décider de prescrire comme nécessaires ou appropriés dans l'intérêt public ou pour la protection des investisseurs.

En 1942, la SEC a adopté la Règle 10b-5 (*Rule 10b-5*) qui détaille les opérations illicites : employer tout moyen, manœuvre ou artifice pour frauder ; faire une déclaration inexacte concernant un fait important (*material fact*) ou omettre de déclarer un fait important nécessaire pour rendre cette déclaration non trompeuse eu égard aux circonstances dans lesquelles elle a été faite ; se livrer à tout acte, pratique, ou activité dans le cadre de ses affaires qui constitue ou constituerait une fraude (*fraud*) ou une tromperie (*deceit*) envers quiconque, en relation avec l'achat ou la vente de tout titre. La *Rule 10b-5* ne prévoit pas expressément une action en responsabilité (*express private cause of action*). Toutefois, depuis l'arrêt *Kardon v. National Gypsum* de 1947 (Co, 73 F. Supp. 798 (ED. Pa. 1947)), les cours d'appel fédérales ont reconnu aux investisseurs un « droit d'agir implicite » (*implied private right of action*) en ce domaine. En 1971 la Cour suprême a consacré cette solution (*Superintendent of Insurance of the State of New York v. Bankers Life & Casualty Co*, 404 US 6 (1971) ; V. J. C. Coffee, Jr and H. A. Sale, *Securities Regulation, Cases and Materials*, *op. cit.*, p. 933). Dans la décision *Stoneridge Investment Partners LLC v. Scientific Atlanta, Inc.* (128 S. Ct 761 (2008)), la Haute juridiction a indiqué que le *Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA)* de 1995 qui amende le régime de la responsabilité avait entériné ce point en se référant aux « droits d'agir implicites ».

Les investisseurs invoquent très fréquemment ce dispositif lorsqu'ils estiment avoir été victimes d'une fraude sur les marchés financiers. En effet, le champ d'application de la *Section 10b-5* est vaste puisqu'il est loisible d'invoquer « toute violation des règles et règlements de la SEC ».

Cependant, après avoir facilité cette action, la loi, avec le *Private Securities Litigation Reform Act* de 1995, et la jurisprudence récente ont durci les conditions.

Pendant 80 ans, les tribunaux ont exigé que le plaignant démontre les six points suivants : une affirmation ou omission concernant un fait important (*material misrepresentation or omission*), une intention frauduleuse de la personne qui a agi ainsi sciemment (*scienter*), un rapport avec l'achat ou la vente d'un titre (*a connection with the purchase or sale of a security*), la foi accordée à ladite affirmation lors de l'achat ou la vente (*reliance*), la perte subie (*economic loss*), le lien de causalité entre l'achat ou la vente du titre et la perte subie (*loss causation*) (V. J. A. Grundfest, *Damages and Reliance Under Section 10 (b) of the Exchange Act*, Stanford Law School and The Rock Center for Corporate Governance, Working Paper Series No. 150, August 28, 2013 ; N. Waneka, *Stoneridge Investment Partners v. Scientific-Atlanta: Rethinking the Fraud-on-the-Market Presumption and the Policy Considerations Permeating the Court's Decision*, 86, *Denver University Law Review* 1, 3(2008)).

Le *PSLRA* de 1995 a entendu décourager les actions lancées abusivement (*frivolous claims*) : il voulait mettre fin à la routine consistant à engager une action sur le fondement de la *Rule 10b-5* dès que le cours de bourse d'un titre changeait de façon significative afin d'engager la responsabilité de l'émetteur, sans considération de la faute de ce dernier, en espérant que le mécanisme de la *discovery* permettrait d'établir un motif pour agir (*cause of action*) plausible (H.R. Rep. No. 104-369, at 41 (1995) (Conf. Rep.), reprinted in 1995 USCCAN 730).

Tout d'abord, le requérant doit prouver que le défendeur a effectué une déclaration comportant une importante inexactitude ou a omis des faits également importants (15 USC § 78u-4 (b) *Requirements for securities fraud actions* (1) *Misleading statements and omissions* ; V. *Dura Pharms, Inc v. Broudo*, 544 US 336, 341 (2005)). Dans l'arrêt *Basic Incorporated v. Levinson*, la Cour suprême a précisé qu'un fait était important si un investisseur raisonnable (*the reasonable investor*) l'aurait considéré comme tel (485 US 224 (1988), 108 S. Ct. 978, 99 L. Ed. 2d, 194). De plus, le *PSLRA* exige que le plaignant identifie, dans sa demande, toute affirmation qu'il juge trompeuse, la raison ou les raisons pour lesquelles il la considère comme telle ; la demande devra se fonder « sur des faits détaillés » (*the complaint shall be state « with particularity » all facts on which that belief is formed*) (15 USC § 78u-4 (b) (1)).

Puis le plaignant doit démontrer que la fraude a été commise sciemment. C'est la difficulté principale pour l'investisseur car il ne lui est pas toujours facile d'accéder aux documents ou témoignages pouvant l'établir. Or, selon le *PSLRA*, le plaignant doit avancer de solides arguments (*strong inference*) (15 USC § 78u-4 (b) (2) A). L'arrêt *Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd* (551 U.S. 308 (2007)) impose désormais de prouver de façon péremptoire (*cogent*) l'intention frauduleuse. Précisément, le plaignant doit démontrer que la personne qui a fraudé savait que l'information était trompeuse ou qu'elle manifestait quelque désinvolture (*reckless*) en méconnaissant le caractère trompeur de l'information. Il faut donc plus qu'une abstention par négligence (*negligent nonfeasance*) (*Ernst & Ernst v. Hochfelder*, Supreme Court of the United States, 1976, 425 U.S. 185, 96 S.Ct. 1376, 47 L. Ed. 2d, 668).

En outre, comme nous l'avons vu, la demande doit être en relation avec l'achat ou la vente de titres. La Cour suprême examine principalement si l'information ou l'omission trompeuse est concomitante avec l'achat ou la vente de titres. Ainsi il a été jugé qu'une action pour fraude était recevable alors qu'un courtier (*broker*) avait vendu des titres de ses clients sans l'autorisation de ces derniers (*SEC v. Zandford*, 535 U.S. 122 S. Ct. 1899 (2002) ; V. égal. *Merill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc. v. Dabit*, 547 U.S. 71, 85 (2006)). Mais cette interprétation extensive de la définition « *in connection with* » va peut-être évoluer. Dans une décision du 26 février 2014 qui concerne, il est vrai, le *Securities Litigation Uniform Standards Act* de 1998 (*SLUSA*) et non le *PSLRA*, la Haute juridiction a rejeté la « connexion » en invoquant que les titres visés étaient des *uncovered securities*, c'est-à-dire des titres non cotés sur des bourses nationales et donc non visés par le *SLUSA*, et qu'il fallait, de plus, que l'information ou l'omission trompeuse puisse inciter une autre personne que le fraudeur à acheter ou vendre un titre (*Chadbourne & Parke LLP v. Samuel Troice et al.*, 571 U.S. (2014)).

Enfin, deux causalités sont à démontrer. La première est celle qui existe entre l'affirmation ou l'omission trompeuse et l'achat ou la vente de titres. L'investisseur doit prouver qu'il a cru (*reliance*) à l'information donnée et que celle-ci a déterminé sa décision. Or, par la décision *Basic, Inc. v. Levinson* de 1988 (485 U.S. 224, 108 S. Ct. 978, 99 L.Ed 2d 194), la Cour suprême a institué une présomption de causalité dès lors que le marché des titres est efficient. Il s'agit d'une présomption en principe simple (*rebuttable presumption*), mais *de facto* elle est irréfragable (V. J. A. Grundfest, *Damages and Reliance Under Section 10 (b) of the Exchange Act*, *op. cit.*, p. 6 s.). On a pu voir dans cette présomption « le moteur de responsabilité civile le plus puissant jamais établi en droit américain » (Halliburton Co and David Lesar v. Erica P. John Fund, Inc. Fka Archdiocese of Milwaukee Supporting Fund, Inc. US. Supreme Court of the United States, On Petition for a writ of Certiorari to the United States Court of Appeals for the Fifth Circuit, Brief for Former SEC Commissioners and Officials and Law Professors as *Amici Curiae* in Support of Petitioners, No. 13-317, Oct., 11, 2013, p. 3). Cette présomption est fondée sur la théorie des marchés efficients (*Fraud on the Market Theory*), selon laquelle toute information publique, bonne ou mauvaise, est reflétée dans le cours du titre (V. E. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 F. J. Fin. 383 ; R. J. Dennis, *Materiality and the Efficient Capital Market Model: A Recipe for the Total Mix*, 25 Wm & Mary L.Rev. 373, 374-381 (1984) ; M. Kloefer Pelèse, *L'approche du droit nord-américain. La place prépondérante des actionnaires, in Les sanctions de sociétés cotées. Quelles spécificités ? Quelle efficacité ?*, sous la dir. A. Reygrobelllet et N. Huet, Creda, LexisNexis 2012, p.153 s.).

Cette théorie de l'efficience des marchés est de plus en plus contestée. Déjà dans la décision *Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans & Trust Funds* du 27 février 2013, quatre juges ont soulevé la possibilité de revenir sur la présomption de causalité posée par la décision *Basic* (133 S. Ct., 11184 (2013) ; G. C. Rapp, *Rewiring the DNA of Securities Fraud Litigation: Amgen's Missed Opportunity*, 44 Loyola Université Chicago Law Journal 1474 (2013)). Surtout, le 15 novembre 2013, dans l'affaire *Halliburton v. Erica John Fund*, la Cour suprême a accepté de réexaminer cette présomption (Halliburton Co et al. v. Erica John Fund, Nov. 15, 2013, Petition granted, <http://www.supremecourt.gov/Search.aspx?FileName=/docketfiles/13-317.htm>). Elle devrait rendre son jugement en juin 2014. Peut-être admettra-t-elle qu'il soit possible de renverser la présomption en montrant l'absence d'impact de l'information frauduleuse sur le cours du titre ? La décision est attendue avec un vif intérêt car la présomption facilite également la certification de classe lorsqu'une action collective est introduite – c'est-à-dire dans la quasi-totalité des cas.

Enfin, le plaignant doit établir non seulement la perte subie (*economic loss*) mais aussi le lien de causalité entre l'achat ou la vente du titre et ladite perte (*loss causation*) (15 USC § 78u-4 (b) (4)). Dans un arrêt *Dura Pharmaceuticals, Inc. V. Broudo* de 2005, la Cour suprême a estimé que le plaignant n'avait pas démontré cette causalité de façon pertinente en se contentant d'établir qu'il avait payé un prix artificiellement gonflé au moment de l'achat (544 US 336 (2005), 125 S. Ct. 1627, 161 L.Ed. 2d 577; V. D. H. Gold, *Loss Causation at the Proof Stage 5 Years After Dura*, 29 Securities Reform Act Litigation Reporter, 1 (2010) ; W. F. Sullivan et al., *Pleading and Proving Loss Causation: Litigating Securities Fraud in a Post-Dura World*, Bloomberg Law Reports, 2010). En effet, le plaignant n'a subi alors aucune perte. Celle-ci n'est intervenue qu'au moment de la révélation du caractère frauduleux de l'information et lorsque les prix ont chuté. La Haute juridiction exige donc de prouver que les

déclarations frauduleuses ont été à l'origine d'une baisse des cours lorsqu'elles ont été rendues publiques («... *that Dura's share price fell significantly after the truth became known* »). Le marché fournit donc un critère objectif mais rend plus difficile la preuve de cette causalité. Ainsi, dans une décision de 2012 (*NECA-IBEW Health & Welfare Fund v. Goldman Sachs & Co*), le *second Circuit* a estimé que la nécessité de prouver la causalité entre la perte et le dommage pouvait aboutir à exclure toute réparation qui ne pouvait pas être distinguée de la « crise financière globale » et des facteurs associés. Elle a identifié des critères que le plaignant aurait dû démontrer : la liquidité du marché, le risque et un élargissement des *spreads* (*NECA-IBEW Health & Welfare Fund v. Goldman Sachs & Co*, 693 F. 3d. 145, 167 & n.15 - 2d Cir. 2012 ; V. D. R. Owen, *Recession-Era Loss Causation: Disentangling Under Dura*, Cahill, 3 juin 2013).

L'ACTION EN RESPONSABILITE EN DROIT ALLEMAND

Katrin DECKERT, *Maître de conférences à l'Université Paris Ouest Nanterre La Défense*

LES FONDEMENTS DE L'ACTION EN RESPONSABILITE EN DROIT ALLEMAND

La sanction des abus de marché, et notamment celles concernant les informations financières fausses ou omises, peut se traduire par l'engagement de la responsabilité civile. Mais de nombreux obstacles demeurent encore dans la recherche de la responsabilité civile par les victimes, en particulier les investisseurs. Ces obstacles sont d'ordre matériel, mais aussi d'ordre procédural, même si le législateur allemand a emprunté de nouveaux chemins afin de faciliter la mise en jeu de la responsabilité civile, renforçant ainsi la protection des investisseurs et, indirectement, celle des marchés financiers.

En Allemagne, des régimes légaux spéciaux relatifs à la responsabilité civile existent : notamment les §§ 21 et ss. de la *Wertpapierprospektgesetz* et la loi sur les prospectus de valeurs mobilières, en matière de prospectus ; les §§ 37 b et 37 c de la *Wertpapierhandelsgesetz* ainsi que la loi sur la négociation des valeurs mobilières, en matière d'informations privilégiées fausses ou omises. Ces dispositions prévoient l'aménagement de certains éléments de responsabilité délictuelle, adaptée à la situation spécifique du marché financier et de l'investisseur, permettant ainsi une mise en cause plus facile de l'auteur du préjudice. Ces dispositions ont cependant un champ d'application très restrictif. Ainsi, les §§ 21 et ss. de la *Wertpapierprospektgesetz* s'appliquent uniquement en matière de prospectus à établir et à publier lors d'une offre au public de valeurs mobilières ou d'une admission de ces titres aux négociations sur un marché réglementé. Les §§ 37 b et 37 c de la *Wertpapierhandelsgesetz* quant à eux ne concernent que la responsabilité civile de l'émetteur du fait d'informations privilégiées fausses ou omises (autres que le prospectus). Plus précisément, le § 37 b de la *Wertpapierhandelsgesetz* concerne le cas où l'émetteur ne respecte pas ses obligations issues du § 15 al. 1, 2 et 3 de la *Wertpapierhandelsgesetz* (omission de la publication d'une information privilégiée), et son § 37 c s'applique aux cas où l'émetteur publie de fausses informations privilégiées ; en outre, les §§ 37 b et 37 c de la

Wertpapierhandelsgesetz ne s'appliquent qu'aux instruments financiers admis aux négociations d'un marché réglementé et seul l'investisseur-victime peut se fonder sur ces dispositions pour demander réparation.

La responsabilité délictuelle de droit commun (§§ 823 et ss. du *Bürgerliches Gesetzbuch*, le code civil) peut également servir de fondement juridique pour une demande en réparation, et un contentieux important existe en matière d'information financière fautive ou omise. Il est particulièrement intéressant pour l'investisseur-victime de fonder une action en responsabilité civile sur le § 826 du *Bürgerliches Gesetzbuch*, qui concerne la responsabilité civile pour contrariété aux bonnes mœurs. Plus précisément, et concernant en particulier la publication d'une fautive information privilégiée, les conditions de la responsabilité civile selon le § 826 du *Bürgerliches Gesetzbuch* ont été élaborées par la jurisprudence allemande, et pour la première fois par la *Bundesgerichtshof*, la Cour fédérale de justice compétente en matière civile et commerciale, dans les décisions *Infomatec* du 19 juillet 2004, confirmées ainsi que précisées ensuite dans la décision *EM.TV* du 28 novembre 2005, plusieurs décisions rendues dans l'affaire *ComROAD* en 2007 et 2008 et la décision *IKB* du 13 décembre 2011. La *Bundesgerichtshof*, sur le fondement du § 826 du *Bürgerliches Gesetzbuch*, consacre ainsi une obligation de réparation des dirigeants (membres du directoire) parce que la publication intentionnelle de fautes informations privilégiées est contraire aux bonnes mœurs, et donc condamnable.

LES CONDITIONS DE MISE EN ŒUVRE DE LA RESPONSABILITE CIVILE

Concernant ensuite les conditions de la mise en œuvre de la responsabilité civile, il convient de noter que le droit allemand exige, à l'instar du droit français, une faute, un préjudice et un lien de causalité.

La **faute**, d'abord, n'est pas très problématique, même si l'élément subjectif est variable en fonction du fondement juridique, allant de la légèreté simple à l'exigence d'une faute intentionnelle.

Ensuite, concernant le **préjudice**, celui-ci est généralement reconnu en cas d'information financière fautive ou omise sur le marché primaire et le marché secondaire ; est plus problématique la reconnaissance d'un tel préjudice, notamment de l'investisseur-victime, en cas d'une manipulation de marché ou plus encore en cas d'opération d'initié.

Soulignons à ce titre quelques problèmes particuliers.

S'agissant du préjudice réparable, il convient de noter que la jurisprudence et le législateur allemands adoptent une approche large de celui-ci. Y sont inclus, notamment, même si de légères différences existent en fonction des fondements légaux, les préjudices patrimoniaux et en particulier la différence de cours ou de prix, dont l'évaluation exacte peut se faire à l'aide de calculs mathématiques et d'experts. Notons aussi que dans le cadre du § 826 du *Bürgerliches*

Gesetzbuch, les préjudices non patrimoniaux sont également réparables. Ainsi, l'atteinte portée à la formation de la volonté de l'investisseur par une fausse information (privilégiée) de même que l'obligation (non voulue) de l'investisseur de payer le prix d'achat pour les titres financiers constitue un préjudice réparable. En effet, dans l'un des arrêts *Infomatec* du 19 juillet 2004, la *Bundesgerichtshof* a adopté un raisonnement analogue en reconnaissant comme préjudice réparable le prétendu « préjudice de conclusion de contrat » : la conclusion de contrat (provoquée notamment par un dol) peut constituer un préjudice réparable.

Le lien de causalité - Il est aussi nécessaire d'établir que le préjudice de l'investisseur-victime a été causé par l'information financière fausse ou omise ; cette causalité fait défaut lorsque les informations inexacts ou omises n'ont pas conduit au préjudice. Ceci est notamment le cas si le préjudice est survenu en l'absence de comportement fautif ou si la victime a subi le préjudice indépendamment de l'information financière en question. Ainsi, si le préjudice est totalement aléatoire et/ou lié à des circonstances exclusivement étrangères, s'il repose donc sur d'autres circonstances que des informations fausses ou incomplètes, par exemple sur une baisse de la valeur des titres financiers consécutive à une crise économique générale, le lien de causalité doit être nié. La causalité entre l'information financière fausse ou omise et le préjudice peut toutefois être retenue si celle-ci est au moins co-responsable du préjudice.

Il convient de noter que ce lien de causalité est présumé concernant le prospectus. Selon le § 21, al. 1 de la *Wertpapierprospektgesetz*, il est présumé que l'acquisition de valeurs mobilières après la publication du prospectus et dans les six mois suivant la première admission de ces titres aux négociations sur un marché réglementé (ou six mois après la première offre au public de valeurs mobilières, selon le § 22, n° 1 de la *Wertpapierprospektgesetz*) a eu lieu à cause du prospectus (et donc des informations fausses et/ou incomplètes qu'il contient). La décision d'investissement est donc présumée résulter, sauf preuve contraire, du caractère faux ou incomplet des informations contenues dans le prospectus lorsque celui-ci était susceptible de créer un sentiment positif ou d'influencer positivement le prix d'acquisition des valeurs mobilières à placer. C'est ce « climat d'investissement » (*Anlagestimmung*) qui fait que la preuve par l'investisseur de sa connaissance du prospectus avant sa prise de décision d'investir n'est plus nécessaire. Autrement dit, la causalité est présumée en présence d'un tel climat. La question se pose de savoir combien de temps dure ce « climat d'investissement ». Le législateur allemand pose à ce titre des limites afin, notamment, d'écarter des actions inopportunes ou hasardeuses qui troubleraient ce « climat » : d'une part, l'avantage probatoire offert par le § 21, al. 1 de la *Wertpapierprospektgesetz* ne vaut que pour les six mois suivant l'admission des valeurs mobilières aux négociations sur un marché réglementé ou suivant la première offre au public de valeurs mobilières ; d'autre part, l'avantage s'entend d'une « causalité transactionnelle » : la présomption ne joue qu'au profit de celui qui a acquis ou vendu des valeurs mobilières dans le laps de temps où l'information en question a pu influencer sa décision.

Une solution aussi favorable à l'investisseur en matière de causalité transactionnelle n'est pas admise pour les autres cas de responsabilité civile, qu'elle soit spéciale ou de droit commun ; et le renversement de la charge de la preuve par une application analogue de la *Wertpapierprospektgesetz* n'est pas possible. Des facilités quant à la preuve du lien de causalité ne doivent en effet pas conduire à un élargissement illimité du risque pour l'émetteur de voir sa responsabilité engagée ; certains auteurs allemands ajoutent que le risque du marché doit être supporté par l'investisseur et non par l'émetteur. Toutefois, concernant les informations privilégiées, la jurisprudence allemande n'exclut pas que, dans des cas particuliers, l'investisseur puisse profiter d'un « climat d'investissement » en tant que preuve apparente de cette causalité dans le cadre du § 826 du *Bürgerliches Gesetzbuch* ; une information due au marché financier pourrait donc créer un tel climat. Cela étant, en pratique, les exigences pour un climat d'investissement sont très élevées. D'ailleurs, le législateur allemand n'a pas souhaité faciliter la preuve du lien de causalité transactionnelle en faveur de l'investisseur dans le cadre de la responsabilité spéciale des §§ 37 b et 37 c de la *Wertpapierhandelsgesetz*. Ces deux dispositions protègent en effet uniquement l'intégrité de la formation de volonté de l'investisseur, et non sa confiance dans le fonctionnement des marchés financiers. Plus précisément, elles protègent l'investisseur face à une influence déloyale sur la formation de sa volonté ; par conséquent, le fait de faciliter la preuve en se basant ou en s'inspirant de la « *fraud-on-the-market theory* » doit être exclu. Toutefois, il n'est pas nécessaire de prouver que l'investisseur connaissait concrètement l'information qui l'a incité à acquérir ou à vendre les titres en question ; il doit seulement apporter la preuve que l'information a influé sur le cours du titre au moment de la transaction (*Preiskausalität*).

LA REPARATION

Arnaud de LA COTARDIERE, Avocat associé, Linklaters – Assez souvent, principalement dans le cadre de contentieux en matière contractuelle, des clients me demandent de déterminer leur préjudice. Ils sont en général rassurés quand je leur réponds que le préjudice n'est pas une notion juridique, mais économique ; et qu'ils sont mieux placés que moi pour le déterminer. Il y a certes quelques bases juridiques à ne pas ignorer...mais il est vrai que le pragmatisme plus que la « règle » doit conduire à la recherche de la réparation la plus appropriée. On va voir que cela est un peu plus compliqué dans la matière qui nous intéresse aujourd'hui.

L'ÉVALUATION DU PRÉJUDICE

Si la France a plutôt été précurseur dans le domaine boursier, notamment pour la procédure de sanction, la réparation est un domaine dans lequel nous tâtonnons encore. La jurisprudence a pris une position assez claire. Dominique Schmidt a cité tout à l'heure l'arrêt du 9 mars 2010 ([Com. 9 mars 2010](#), n° 08-21.547 et 08-21.793) qui établit que l'on ne peut invoquer que la « perte de chance » ; mais ce serait sous-estimer nos magistrats que de croire qu'ils vont s'arrêter là. Car en réalité, cette jurisprudence n'a fait qu'ébaucher le sujet. Beaucoup de questions se posent encore et les magistrats saisis de ce type d'affaire ne manqueront pas de l'affiner. Les réponses

à ces questions dépendront toujours d'une analyse économique la plus fine possible, de la détermination aussi précise que possible du préjudice « réel », par opposition au préjudice « estimé » sur la base de règles juridiques parfois inadaptées. La notion de « perte de chance » est certes très utile, très intelligente, mais elle a été inventée pour calculer l'incalculable... et elle ne doit pas faire oublier que le but doit systématiquement être de se rapprocher le plus possible de la vérité.

Pour illustrer la notion de « perte de chance », on donnait traditionnellement comme exemple aux étudiants en droit, le cas de cet étudiant qui a été empêché, par la faute d'un tiers, d'aller passer son examen. On calculait le pourcentage de chance que cet étudiant avait de rater ou de réussir son examen. C'est incalculable ! On a tous vu des cancrs réussir leurs examens et des très bons étudiants les rater... C'est une évaluation par défaut. On est très loin de la notion de préjudice « réel ». Mais dans un tel cas, il n'y a pas d'autre solution.

Le domaine du droit boursier est un domaine dans lequel les juges s'attachent plus au lien de causalité qu'au préjudice. C'est pourquoi je préfère remplacer le traditionnel « faute/préjudice/liens de causalité » par « faute/liens de causalité/préjudice ».

Je m'explique.

Dominique Schmidt vous a dit qu'en matière de délit d'initié, il n'y a pas nécessairement, voire pas du tout, de liens de causalité. Parce qu'un investisseur X, qui va vendre ou acheter sur le marché, aurait pu être amené à le faire quand bien même il n'aurait pas eu, en face de lui, quelqu'un qui exploitait une information privilégiée. C'est probablement vrai.

Mais il y a une limite à ce raisonnement : en cas de vente d'un bloc de titres représentant un pourcentage important, y aurait-il eu une contrepartie si celle-ci n'avait pas une information privilégiée ? Plus le bloc est important, plus on peut en douter. S'il s'agit d'une vente de gré à gré, le co-contractant « trompé » est protégé par le droit civil, car il peut entamer une action pour dol. Mais qu'en est-il en cas de vente d'un bloc sur le marché sans que le vendeur n'ait été en contact avec l'acheteur ? Dans un tel cas, l'action pour dol est très certainement vouée à l'échec et la seule protection efficace reste celle qu'offre la sanction et la réparation du délit d'initié. Et la situation est probablement la même en cas de vente de gré à gré par l'intermédiaire d'un tiers, par exemple une banque ayant créé un produit complexe comprenant les titres cotés. Comme par exemple dans l'affaire EADS, sur laquelle l'AMF a déjà statué, où les blocs de certains actionnaires ont été vendus par l'intermédiaire d'une banque qui avait restructuré les actions. Sans prendre position sur ce dossier particulier, pourrait-on retenir un délit d'initié dans un cas semblable s'il était démontré que le vendeur était initié ? Y aurait-il un lien de causalité entre la faute – le délit – et le dommage ? La réponse doit à mon avis être positive, mais en regardant cas par cas. Car il faut tenir compte de l'influence exercée non par le vendeur (celui-ci n'ayant pas eu de contact avec l'acheteur), mais par sa présence sur le marché. Si le bloc n'est pas en vente – parce que le vendeur attend que l'information soit rendue publique avant de céder ses

titres - par définition, il ne peut pas y avoir d'acheteur. Ou plutôt, l'acheteur n'a rien à acheter ! Il ne peut donc pas être victime d'un délit d'initié.

On doit donc retenir que peuvent découler d'un délit d'initié (la faute), un dommage et un lien de causalité. On peut dès lors commencer à s'intéresser à l'indemnisation et à son mode de calcul.

Dans le cas d'un délit d'initié d'abord. Évidemment, plus la causalité est improbable, plus le juge va être tenté d'appliquer un pourcentage faible au dommage subi. Voire exclure tout lien de causalité. Plus le titre sera liquide, plus le pourcentage sera faible. Plus le bloc sera important, plus le pourcentage sera élevé. Si des initiés vendent ne serait-ce que 3 ou 4 % d'un titre, comment ne pas en tenir compte ? Comment va-t-on calculer ce préjudice ? Au doigt mouillé... Car on portera plus d'attention au lien de causalité qu'au préjudice.

En matière de fausse information, la situation semble plus simple. Pour l'achat d'un titre à 100 qui tombe le lendemain à 80 car la fausse information est corrigée, le préjudice est évident. S'agit-il encore d'une perte de chance ou d'un préjudice certain ? Là encore les juges retiennent aujourd'hui la notion de perte de chance ; ce qui ne leur interdit toutefois pas d'appliquer un pourcentage élevé. Il est arrivé qu'ils appliquent un pourcentage de 90%. Mais alors une autre question peut se poser : économiquement, y a-t-il véritablement un dommage si l'acheteur garde les titres et que ceux-ci s'avèrent être une bonne affaire en surperformant le CAC 40 pendant 3 ans ? Si on applique la jurisprudence de façon stricte, on va regarder la différence de cours entre le jour de l'achat et le jour de la révélation de l'information cachée. C'est très court-termiste. Peut-être que si cette information avait été connue, l'investisseur n'aurait pas acheté le titre ; le titre a pu être acheté parce qu'une information concernant l'émetteur a été dissimulée. Mais si le cours du titre chute à la suite de la révélation de l'information cachée, puis surperforme pour des raisons totalement étrangères à l'information cachée, peut-on dire qu'il y a un préjudice ? En l'état de la jurisprudence, oui. Mais économiquement, la réponse est moins certaine, si l'on prouve toutefois que l'investisseur se serait détourné du titre (quel qu'en soit le cours) s'il avait été correctement informé. C'est pour cela que je disais tout à l'heure qu'il faut s'attendre à ce que les magistrats évoluent sur cette question ; je ne sais comment, je ne sais quand...

Pour compliquer encore la situation, un dernier exemple en matière de délit d'initié. Si vous achetez un bloc sur le marché et que ce bloc s'avère être vendu par un initié, qui peut démontrer que vous avez été influencé par la non-connaissance de l'information cachée ? En d'autres termes, auriez-vous eu cette information, peut-être auriez-vous quand même acheté ce bloc au même prix. Peut-être même l'auriez-vous acheté à un prix supérieur...

Il n'en reste pas moins qu'il est nécessaire d'indemniser autant que possible les victimes de délits boursiers. Je crois que l'on est tous d'accord sur ce point. Il y a une faute, il y a des victimes, mais on ne sait pas toujours quelles sont les victimes. Le système de la perte de

chance permet d'indemniser des victimes supposées, qui seront parfois les bonnes, parfois les mauvaises, mais cela vaut mieux que rien ; et il y aura eu cette pénalité supplémentaire qu'est l'indemnisation.

L'EVALUATION DU PREJUDICE EN DROIT ALLEMAND ET AMERICAIN

L'EVALUATION DU PREJUDICE EN DROIT ALLEMAND

Katrin DECKERT – La question de la réparation du préjudice soulève aujourd'hui encore de nombreux problèmes et fait objet de débats doctrinaux très vifs en Allemagne. Soulignons ici seulement quelques points particulièrement intéressants.

Concernant spécifiquement la forme que la réparation du préjudice peut prendre en droit allemand, les modalités varient selon le fondement légal de la responsabilité civile. Pour simplifier, généralement, la réparation du préjudice se fait souvent, au choix de l'investisseur et si cela est possible, en nature, en restituant les titres contre le prix d'acquisition (*Vertragsabschlussschaden*), ou en argent sous forme du paiement de la différence des cours (*Kursdifferenzschaden* ou *Alternativinteresse*). Le législateur allemand semble toutefois avoir une certaine préférence pour la réparation en nature, notamment pour ne pas mettre tous les risques à la charge de la personne responsable.

L'EVALUATION DU PREJUDICE EN DROIT AMERICAIN

Bénédicte FRANCOIS – En ce qui concerne les actions engagées sur le fondement de la *Section 11* du *Securities Act* de 1933, la *Section 11 (e)* indique que seuls des dommages et intérêts peuvent être octroyés. Elle détaille le mode de calcul applicable. Ces dommages et intérêts représentent la différence entre la somme payée pour ce titre et la valeur de celui-ci au moment de l'introduction de l'instance, ou le prix auquel le titre a été vendu sur le marché avant l'introduction de l'instance, ou le prix auquel le titre a été vendu sur le marché après l'introduction de l'instance mais avant que le jugement ne soit rendu à condition que ces dommages et intérêts représentent la différence entre la somme déboursée pour le titre et la valeur au moment de l'introduction de l'instance où l'action a été intentée. La *Section 11 (g)* plafonne le montant des dommages et intérêts : en aucun cas, les sommes perçues par le plaignant ne peuvent excéder le prix auquel le titre a été offert au public.

La *Section 12 (a) 2* du *Securities Act* mentionne expressément la possibilité de demander l'annulation (*rescission*) de la vente ou de l'achat de titres et d'obtenir le remboursement de la somme payée majorée d'un intérêt et diminuée de toute somme reçue entre-temps. Le plaignant peut obtenir des dommages et intérêts (*rescissory damages*) seulement s'il n'est plus en possession des titres – ce qui est très souvent le cas en pratique. Les dommages et intérêts seront égaux à la différence entre le prix d'achat et le prix de revente du titre par le plaignant, majorée des intérêts et diminuée des dividendes reçus.

Quant au *Securities Exchange Act* de 1934, nous avons vu que la *Section 20A* donne aux investisseurs ayant opéré sur un titre en même temps que l'auteur du délit d'initié le droit d'obtenir des dommages et intérêts qui ne pourront excéder le profit réalisé ou la perte évitée. De plus, ils pourront être diminués du montant des sommes exigées au titre du reversement (*disgorgement*) par la *Securities and Exchange Commission*. Toutefois, cette action est rarement utilisée.

En ce qui concerne la *Section 10 (b)* et la Règle *10b-5*, la possibilité de demander l'annulation de l'achat ou de la vente des titres n'est pas expressément prévue, mais elle peut être sollicitée (V. J. C. Coffee, Jr and H. A. Sale, *Securities Regulation, Cases and Materials*, *op. cit.*, p. 1145 s.). Ajoutons que, faute de standards légaux, les tribunaux adoptent une approche *in concreto*. Le plus souvent, ils examinent le prix versé par le plaignant pour l'acquisition ou la vente du titre et le cours de bourse de celui-ci après la révélation de la fraude (*out-of-pocket measures of damages*). Plusieurs types de dommages et intérêts peuvent être versés : pour la perte encourue (*out-of-pocket damages*), pour d'autres pertes subies en lien avec la fraude (*consequential damages*), plus rarement pour le gain manqué (*benefit of the bargain damages*) si celui-ci peut être établi avec une raisonnable certitude, par exemple en cas d'échec d'une OPA alors que le prix offert aurait été certainement supérieur au marché... (V. *Ibid*, p. 1158 et 1159). Des dommages et intérêts punitifs (*punitive damages*) peuvent également être prononcés. Ils sont déterminés par le jury dans le cadre d'un procès civil lorsque le délit a été commis avec malveillance (*malice*). Une des possibilités pour les contester est de démontrer que ces *punitive damages* ont été déterminés par le jury avec passion et préjugé (*passion and prejudice*) (Harmsen v. Smith, 693 F. 2d, 932, (9th Cir. 1982) ; Overview of the Law of Insider Trading, H. S. Davis). Au demeurant, les injonctions de mettre fin au dommage (*injunctive relief*) sont très rarement demandées par les plaignants qui ne découvrent la fraude que trop tard (V. *Rondeau v. Mosinee Paper Corp.*, 422 US 49 (1975)).

LA REPARATION DU PREJUDICE : QUI DOIT REPARER ET COMMENT REPARER ?

Vincent PONSONAILLE, *Avocat associé, Linklaters* –

AUPRES DE QUI OBTENIR INDEMNISATION ?

Le paradoxe de l'indemnisation de l'abus de marché repose sur le lien particulier existant entre la société et son actionnaire : l'actionnaire doit-il être considéré comme un tiers à la société ou, au contraire, en fait-il partie ?

Deux principaux responsables peuvent être poursuivis par les victimes d'un abus de marché.

Le responsable naturel d'un abus de marché, par exemple d'une diffusion d'information trompeuse sur la situation d'un émetteur, est le dirigeant. C'est la personne la plus évidente auprès de laquelle demander indemnisation mais ce n'est pas forcément celle vers laquelle les

investisseurs lésés vont se tourner en premier, surtout s'ils sont nombreux, car ce n'est pas nécessairement la personne la plus solvable.

Il est également possible de poursuivre la personne morale, l'émetteur lui-même. Mais, paradoxalement, dans ce cas l'actionnaire qui a investi dans la société sur la base d'une information trompeuse relative à la santé de l'émetteur, va demander indemnisation à cette même société (qui est déjà dans une situation plus grave que celle qu'il avait anticipée lors de son investissement), et donc indirectement faire supporter une charge supplémentaire aux associés de la société, dont il peut toujours faire partie... L'effet peut être extrêmement marginal si peu d'actionnaires sont concernés, ou massif si la société est déjà dans une situation difficile et si un grand nombre d'actionnaires, étant dans une situation similaire, décident d'agir ensemble.

COMMENT OBTENIR REPARATION ?

Le système français actuel offre deux principales voies de recours : la voie civile et la voie pénale, qui ont chacune des inconvénients et des avantages.

La voie civile nécessite de démontrer la faute, le lien de causalité, le préjudice. Je ne vais pas revenir sur les concepts qui viennent d'être parfaitement analysés. La preuve, on l'a vu, est compliquée à apporter, et nécessite des moyens d'investigation qui, s'ils ne sont pas réservés à l'action pénale, sont beaucoup plus difficiles à mettre en œuvre dans une action civile. La partie demandant indemnisation au juge civil sur la base d'une action en responsabilité aura plus de mal à obtenir l'information. Prenez l'exemple très intéressant des enquêtes de l'AMF : l'obtention des conclusions ou des documents produits dans le cadre d'une enquête de l'AMF est possible en matière pénale mais pas en matière civile. Il est intéressant de faire le parallèle avec le domaine proche du droit de la concurrence et de la protection des consommateurs : il est en effet déjà possible à l'Autorité de la concurrence de communiquer, dans le cadre du procès civil, ses conclusions ou des informations, ou de participer, en tant que sachant, à la procédure. L'AMF, dans un de ses rapports, avait suggéré de transposer cette procédure à la matière boursière.

Dans le procès pénal, la difficulté ne tient plus à l'établissement de la preuve. En revanche, comme la direction du procès est confiée à l'action publique, d'une certaine manière, le plaignant est écarté de la procédure ; il ne la contrôle plus. En tant que partie civile, il bénéficie, le cas échéant, d'une indemnisation à l'issue de la procédure, mais il n'y participe que de façon accessoire. L'objet premier de cette procédure n'est pas l'indemnisation des victimes des abus de marché.

Des systèmes coexistent donc mais aucun ne présente la totalité des avantages que pourrait offrir un système unique dédié.

LES CLASS ACTIONS OU ACTIONS DE GROUPE

Comment s'apprête-t-on à les envisager dans le système français ?

Première remarque, les actions groupées, c'est-à-dire les actions d'une pluralité de demandeurs agissant par l'intermédiaire d'une association d'investisseurs, existent déjà dans le dispositif juridique français. Il est possible, pour une association d'investisseurs, d'intenter une action en demande d'indemnisation. Dans les faits, je crois que cela ne s'est jamais concrétisé en matière boursière. On l'a vu, mais très rarement, en droit de la concurrence. Pour un certain nombre de raisons liées à la difficulté de la procédure, à la prise en charge des coûts par l'association (le procès civil est long et coûte cher), à la responsabilité de l'association vis-à-vis de ses mandants (car l'association agit en tant que mandataire des différents plaignants) ces actions groupées sont inexistantes, dans le contexte juridique actuel, en matière boursière. Elles font pourtant l'objet de nombreuses demandes et propositions de la part des autorités à l'origine de projets de réformes sur le sujet.

Concernant les procédures boursières, l'action de groupe a été envisagée. Un des amendements au projet de loi sur la consommation actuellement en discussion a introduit cette action de groupe. Mais en l'état actuel du projet, cet amendement n'a pas été retenu.

Le concept d'action de groupe soutenu par l'AMF et différents intervenants consisterait à offrir une action plus facile, en deux temps. Dans un premier temps, le juge se prononcerait sur la faute et la réalité du préjudice, et dans un second temps, sur l'ampleur du préjudice lui-même et les demandes d'indemnisation. Ce qui permettrait aux plaignants de ne rallier l'action qu'une fois la faute confirmée. Cette action serait ouverte à des associations agréées, ce qui traduit la grande prudence du système français par rapport au système américain, et sur la base d'un système d'*opt-in*, c'est-à-dire que les personnes concernées par l'action ne seront pas automatiquement parties à l'action sous prétexte qu'elles font partie de cette catégorie d'investisseurs lésés, mais devront volontairement décider d'intervenir. Cette règle devrait permettre d'éviter le risque que des actions massives soient intentées par une personne pour le compte de toute une classe d'investisseurs. Le projet est en débat ; il pourrait concerner la matière boursière et pourrait apporter des solutions à ce type de procédures qui n'ont pas eu beaucoup de succès jusqu'à présent dans le système français.

LA REPARATION DU PREJUDICE EN DROIT ALLEMAND

Katrin DECKERT – En droit allemand, il existe des solutions intéressantes.

D'abord, qui doit réparer le préjudice ?

La réparation incombe en principe à l'émetteur, personne morale. En effet, la responsabilité civile des personnes morales est unanimement reconnue en droit allemand.

Notons ici un problème qui fait débat en Allemagne. Si la société anonyme est tenue pour responsable, cela signifie, en Allemagne, que l'investisseur peut, s'il est encore en possession

de ses titres, demander à la société, à titre de réparation, le remboursement du prix d'acquisition contre restitution des titres. La société doit, en conséquence, acquérir ses propres actions. C'est la raison pour laquelle certains auteurs allemands refusent une responsabilité de la société anonyme. Ils estiment qu'une telle forme de réparation est contraire aux dispositions de la loi sur les sociétés par actions concernant le maintien du capital et, plus particulièrement, au § 57, al. 1, phr. 1 de l'*Aktiengesetz*, qui interdit en principe l'acquisition de ses propres actions ; cette forme de réparation n'est d'ailleurs pas non plus couverte par le § 71 de ladite loi concernant le rachat par la société de ses propres actions. Toutefois, une grande partie de la doctrine et la jurisprudence en Allemagne règlent ce conflit en faveur de la responsabilité civile de la société.

A titre exceptionnel, le dirigeant peut (aussi) être tenu de réparer le préjudice des investisseurs-victimes, même si, en pratique, cela est rare. La jurisprudence allemande retient toutefois dans certaines hypothèses bien déterminées la responsabilité personnelle des dirigeants ; se dégage même l'impression que la jurisprudence allemande récente vise de plus en plus les dirigeants et les rend davantage personnellement responsables.

Il convient de signaler ici le cas de la responsabilité civile du dirigeant à l'égard des tiers en matière de prospectus. Le droit spécial en matière de responsabilité du fait du prospectus énumère de manière limitative les personnes qui peuvent être responsables. Ainsi, ne peuvent être responsables d'après le § 21, al. 1, phr. 1, 1° et 2° de la *Wertpapierprospektgesetz* que les personnes qui assument la responsabilité du prospectus et celles dont il émane. Les personnes qui assument la responsabilité du prospectus, appelées aussi éditeurs du prospectus (*Prospekt-Erlasser*), sont les personnes qui ont établi le prospectus et qui sont reconnaissables en tant que telles. Elles sont facilement reconnaissables, car elles signent le prospectus et établissent une attestation. Ces personnes peuvent être responsables parce que, par la signature et l'attestation (imposées par la loi ou volontaires), elles donnent l'impression à l'investisseur qu'elles ont la volonté d'assumer l'exactitude du prospectus, qu'elles veulent s'en porter garantes ; il y a donc une sorte de confiance qui est créée. Le droit allemand va toutefois plus loin encore : d'après § 21, al. 1, phr. 1, 2° de la *Wertpapierhandelsgesetz* peuvent aussi être responsables les initiateurs du prospectus (*Prospekt-Veranlasser*). Ce sont les véritables auteurs du prospectus, les initiateurs de l'opération, qui ne sont toutefois pas pour autant identifiables comme tels de l'extérieur. Ces personnes ne se montrent pas, mais elles agissent en arrière plan. C'est une catégorie de personnes qui peut se révéler très large. La responsabilité personnelle du dirigeant (mais aussi du membre du conseil de surveillance) à l'égard des tiers selon les §§ 21 de la *Wertpapierprospektgesetz* est seulement envisageable si celui-ci peut-être considéré comme une personne qui assume la responsabilité du prospectus ou comme l'initiateur du prospectus. Or, une responsabilité en qualité de personne ayant établi le prospectus est rare, car les dirigeants qui le signent assument la responsabilité du prospectus pour le compte de leur société et non en leur nom propre ; et les initiateurs du prospectus vont seulement être pris en considération s'il apparaît qu'ils ont un « intérêt propre » à l'opération.

Les PSI (prestataires de services d'investissement) peuvent également dans certains cas,

au moins en théorie, être tenus pour responsables.

La situation est bien plus complexe, et la question est fortement débattue en doctrine, concernant les commissaires aux comptes. Il est généralement admis que les commissaires aux comptes ne sont pas responsables à l'égard des investisseurs selon les §§ 21 de la *Wertpapierprospektgesetz*, car ils n'assument en principe pas la responsabilité pour l'intégralité du prospectus. Leur responsabilité selon ces dispositions peut toutefois être mise en jeu s'ils assument la responsabilité pour l'intégralité du prospectus ou si celui-ci émane des commissaires aux comptes, c'est-à-dire s'ils ont un intérêt propre ; dans ce cas, ils peuvent être responsables à l'égard des investisseurs en tant que personnes desquelles le prospectus émane. Ils pourraient d'ailleurs aussi être responsables à l'égard de l'émetteur selon le droit civil du fait d'une *Legal Opinion* ou d'une *Comfort Letter*. Mais la tendance générale est réservée en ce qui concerne leur responsabilité civile.

Concernant la procédure, le droit allemand propose une solution innovante, intéressante.

La *Gesetz zur Einführung eines Kapitalanleger-Musterverfahrens*, la loi sur l'introduction d'une procédure modèle en faveur de l'investisseur du 16 août 2005, a introduit en droit allemand la *Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten*, la loi sur les procédures modèles dans les litiges en droit des marchés financiers, entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2005.

Elle crée un outil procédural novateur en prévoyant que soit rendue une décision unique en réponse à des questions similaires soulevées dans plusieurs plaintes.

Le législateur allemand poursuit plusieurs objectifs avec cette procédure modèle : renforcement de la protection des investisseurs en réduisant notamment le coût et les risques des actions en réparation ; facilitation et simplification du traitement des procès de masse et désengorgement des tribunaux ; institution d'une compétence exclusive au profit du tribunal du siège de l'émetteur afin d'empêcher le *forum shopping* des investisseurs.

La *Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten* a toutefois un champ d'application étroit, car la procédure modèle ne peut être mise en œuvre que pour des actions en réparation d'un préjudice subi à la suite de la diffusion d'une information fautive ou trompeuse ou de la dissimulation ou l'omission d'une information pertinente au marché. Les demandes tirées de l'inexécution d'une obligation souscrite par l'auteur d'une OPA bénéficient également de cette loi.

En outre, la procédure modèle ne constitue pas une véritable action collective. En effet, une décision unique tranche les questions (de fait et de droit) communes aux différents litiges au fond qui présentent entre eux un lien de connexité. Ainsi, une fois la décision modèle rendue, le tribunal saisi de ces litiges n'aura plus qu'à trancher les questions propres à chacun d'entre eux. Mais cette loi n'institue pas d'exception au principe de l'exercice personnel de l'action en justice.

La loi prévoit une procédure à deux ou trois degrés. Elle est initiée par la juridiction saisie de la ou des instances au fond, et est ensuite mise en œuvre par le tribunal régional supérieur territorialement compétent qui rend une décision s'imposant à tous les litiges concernés par les questions qu'il tranche. L'introduction de cette procédure est toutefois conditionnelle et compliquée. Sa mise en œuvre a lieu devant le tribunal régional supérieur. Une fois la décision modèle rendue par le tribunal régional supérieur, le tribunal saisi des litiges au fond n'a plus qu'à statuer sur les questions spécifiques à chacun d'eux ; en pratique toutefois, la procédure peut être parfois longue et complexe.

Cette loi sur les procédures modèles a reçu un accueil mitigé de la doctrine allemande qui considère qu'elle constitue une réponse trop timorée au défi des procès de masse qui se sont multipliés ces dernières années. Le législateur allemand n'a notamment pas osé s'écarter des principes traditionnels de la procédure civile allemande. Ceci explique certainement aussi pourquoi il a construit un dispositif très complexe et ferme. La procédure modèle présente aussi quelques inconvénients et lacunes regrettables. De plus, la justice n'est pas vraiment « désencombrée » comme cela est souhaité car il reste beaucoup d'étapes de procédure à franchir. Se posent également les questions de savoir si la procédure modèle est réalisable ou peut se dérouler de manière optimale avec un très grand nombre de participants et si tout fait dommageable peut relever d'une telle procédure. Toutefois, la loi allemande a aussi de nombreux mérites et intérêts et propose des solutions originales.

LA REPARATION DU PREJUDICE EN DROIT AMERICAIN

Bénédicte FRANCOIS -

Qui doit réparer le préjudice ?

Comme nous l'avons rappelé, les *Sections 11 et 12* du *Securities Act* font peser une présomption irréfragable de responsabilité sur la société émettrice et seulement une présomption simple sur les autres acteurs à l'origine de l'information erronée contenue dans le document d'enregistrement, le prospectus ou la communication orale.

S'agissant des actions fondées sur la *Section 10b* de l'*Exchange Act*, la mise en jeu de la responsabilité de la société émettrice est facilitée. En revanche, celle des dirigeants est très peu engagée. Ils bénéficient de surcroît d'assurances (*Director & Officer Liability Insurance*). Quant aux autres personnes qui n'auraient fourni qu'une simple aide au fraudeur (*aiding and abetting*), il n'est pas possible de les poursuivre sur le fondement de la *Section 10b* (Central Bank of Denver, NA v. First Interstate Bank of Denver, 511 US 164 (1994)). Seule la SEC dispose de ce droit depuis le *PSLRA* de 1995 (V. Stoneridge Investment Partners LLC v. Scientific Atlanta, Inc., 128 S. Ct 761 (2008) ; V. N. Waneka, Stoneridge Investment Partners v. Scientific-Atlanta: Rethinking the Fraud-on-the-Market Presumption and the Policy Considerations Permeating the Court's Decision, *op. cit.* p. 9).

En définitive, certains auteurs, notamment le Professeur J. C. Coffee, ont démontré que les dommages-intérêts versés par la société étaient en réalité supportés par les actionnaires de celle-ci (Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and its Implementation, 106 Columbia Law Review, 1534). Il y a finalement un transfert de richesse des actuels actionnaires de la société vers les investisseurs qu'il faut dédommager. C'est donc un processus circulaire qui sous-tend ces actions en responsabilité. En moyenne, ces procès détruisent 3,5 % de la valeur des actions d'une société ; au moins 24,7 milliards de la richesse des actionnaires furent balayés ainsi par ces contentieux (*Ibid*, p. 1535, note 2). Cette situation bénéficie aux plaignants et à leurs avocats. Le Professeur Coffee suggère soit de plafonner le montant des dommages et intérêts, soit d'interdire tout recours contre la société. Les investisseurs ne pourraient poursuivre que les dirigeants et les « gardiens » (*gatekeepers*) (agence de notation, analystes, intermédiaires, commissaires aux comptes).

Enfin, le *Private Securities Litigation Reform Act* de 1995 a prévu une exemption (*safe harbor*) : il protège la société émettrice contre la mise en jeu de sa responsabilité lorsque les déclarations ne sont pas fondées sur des faits historiques, mais se présentent comme des données à caractère prévisionnel (*forward looking statements*) (S. M. Bragg, Running A Public Company, From IPO to SEC Reporting, *op. cit.*, p. 185). Un avertissement doit l'indiquer au public (*meaningful cautionary statements*) (*Securities Act* § 27A (c) et *Securities Exchange Act* § 21E(c)).

Quelle est la procédure applicable ?

Les actions en responsabilité sont intentées par les investisseurs. Depuis le *Insider Trading Sanctions Act* de 1984, la *Securities and Exchange Commission* peut également demander à un tribunal fédéral des sanctions pécuniaires (*civil monetary penalties*) et une restitution des profits réalisés (*disgorgement*). Depuis le *Sarbanes-Oxley Act* de 2002 (SOX), les fonds obtenus peuvent servir à indemniser les investisseurs (V. Sanctions, *infra*).

Au niveau procédural, plusieurs dispositifs, propres au droit américain, facilitent ces actions en responsabilité : l'échange de toutes informations entre les parties (*discovery*), les honoraires conditionnels (*contingent fees*), les actions collectives (*class actions*), la transaction (*settlement*) (V. N. Rontchevsky, Réparation du préjudice des actionnaires victimes de manipulations ou tromperies en matière financière : des *foreign cubed class actions* à une action de groupe à la française ? RTDcom., 2010, p.753 ; P.-H. Conac, La régulation des marchés boursiers par la Commission des opérations de bourse (COB) et la *Securities and Exchange Commission* (SEC), spéc., p. 197 et 198). Lorsque le plaignant souhaite lancer une action sur le fondement de la *Section 10b* et de la *Rule 10b-5*, il présente une demande devant un tribunal fédéral de 1^{ère} instance. Le défendeur réplique en déposant une demande de rejet en application de la règle 12 (b) (6) des *Federal Rules of Civil Procedure* (J. C. Coffee, Jr and H. A. Sale, Securities Regulation, Cases and Materials, *op. cit.*, p. 1051 s.). L'étape clé est le moment de la recevabilité ou du rejet de la demande par le tribunal (*motion to dismiss*). En effet, afin d'éviter des demandes abusives (V. *supra*), le *Private Securities Litigation Reform Act* de 1995 a conditionné la *discovery* à la recevabilité de la demande. C'est seulement si le tribunal estime que les faits allégués dans

la demande sont suffisants pour donner lieu à une action fondée sur la *Section 10b*, que le plaignant peut obtenir du défendeur qu'il lui procure l'ensemble des informations liées au contentieux et obliger celui-ci ou d'autres témoins à faire des dépositions (*discovery*). Ainsi la recherche des preuves est facilitée mais la *discovery* est coûteuse, longue et chronophage (V. *Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd*, Supreme Court of the United States, 2007, 551 U.S. 308, 127 S. Ct. 2499, 168, L.Ed 2d 179).

Ce premier obstacle franchi, le plaignant cherchera le plus souvent à lancer une **action collective** (*securities class action*). À cette fin, il demandera la certification de la classe (*class certification*) en invoquant les dispositions de la Règle 23 des *Federal Rules of Civil Procedure*. Rappelons qu'une action collective permet à un ou plusieurs membres de la classe d'intenter une action en justice au nom de tous si la classe est tellement nombreuse que la jonction des demandes de tous les membres est impossible en pratique, s'il y a des questions de droit et de fait communes à la classe, si les demandes des parties représentantes sont typiques des demandes de la classe et si ces parties protégeront avec loyauté et pertinence les intérêts de la classe. En pratique, la présomption (quasi) irréfragable de causalité posée par l'arrêt *Basic Inc. v. Levinson* entre l'omission ou l'information trompeuse et l'achat ou la vente de titres (*the fraud-on-the market presumption of reliance*) facilite la certification de la classe puisque les tribunaux n'exigent pas que cette causalité soit établie au cas par cas, d'où l'importance d'un éventuel revirement (V. *supra*, *Halliburton Co et al. v. Erica John Fund*). Si la Cour accepte cette certification alors l'action collective pourra prospérer (V. *In re Initial Public Offering Securities Litigation*, United States Court of Appeals, Second Circuit, 2006, 471 F. 3d 24). La décision s'appliquera à tous les membres de la classe, y compris à ceux qui ne sont pas intervenus dans la procédure, à l'exception toutefois de ceux qui ont décidé expressément de se retirer (*opt out*).

Ce sont des jurys populaires qui fixent les dommages et intérêts en première instance. De ce fait, les montants retenus peuvent être élevés, même s'ils peuvent être réduits en appel par des tribunaux composés de juges professionnels. En outre, la plupart du temps, les plaignants n'ont pas à supporter les frais de procédure car les avocats se voient verser des honoraires conditionnels (*contingent fees*). Il n'y a pas de prohibition du pacte *de quota litis*. Tous ces éléments constituent une incitation forte à conclure une transaction (*settlement*). Ainsi, le 19 novembre 2013, JP Morgan s'est résolue à payer la somme record de 13 milliards de dollars pour solder une série de litiges liés à la crise des *subprimes* (D. Barrett and D. Fitzpatrick, JP Morgan, US Settle for \$ 13 billion, Wall Street Journal, Nov. 22, 2013).

Bernard FIELD – Je souhaiterais revenir sur le projet de loi actuellement en discussion au Sénat en matière d'**action collective**.

Monsieur Marini, président de la commission des finances, a présenté un amendement qui ouvrirait la possibilité aux associations agréées de défense des investisseurs d'agir pour obtenir la réparation des préjudices individuels subis par un groupe d'investisseurs placés dans une situation identique ou similaire, causés par un même professionnel ou émetteur du fait de

manquements à ses obligations. Le gouvernement, par la voix de Monsieur Hamon, a clairement dit qu'il était défavorable à élargir à des associations de défense des investisseurs la possibilité d'engager une action de groupe, ce qui a pu paraître surprenant. Mais le ministre a indiqué qu'il avait choisi de ne qualifier que les associations de consommateurs agréées, qui sont parfaitement capables de mener des actions de groupe, et que si on acceptait les associations de défense des investisseurs, il n'y aurait aucune raison de ne pas élargir le champ de son texte et que cela reviendrait à ouvrir la boîte de Pandore et à remettre en cause l'équilibre du texte. L'amendement de Monsieur Marini n'a donc, *in fine*, pas été adopté.

Concernant la transmission des pièces des dossiers de l'AMF au juge civil, elle a aussi fait l'objet d'un amendement devant le Sénat en première lecture, qui a reçu l'avis favorable du gouvernement. Cet amendement prévoit, comme je l'ai indiqué tout à l'heure, que l'AMF peut transmettre à la juridiction saisie d'une action en réparation d'un préjudice, qui en fait la demande, les rapports d'enquête ou de contrôle et les procès-verbaux qu'elle détient et dont la production est utile à la solution du litige.

UN INSTRUMENT DEDIE A LA REPARATION DES PREJUDICES BOURSIERS ?

Dominique SCHMIDT – Je crois qu'il faut d'abord dresser l'état des lieux. Cet état des lieux est assez décevant en ce qui concerne la réparation du préjudice boursier.

En premier lieu, on sait que la plupart des abus de marché sont détectés par l'AMF et sanctionnés par la commission des sanctions : or, devant la commission des sanctions, la victime de l'abus de marché n'a pas sa place et ne peut rien demander et rien obtenir.

En deuxième lieu, la Cour de cassation, par son arrêt du 9 mars 2010, décide que celui qui acquiert ou conserve des titres émis par voie d'offre au public au vu d'informations inexactes, incomplètes ou trompeuses perd **seulement** une chance d'investir ses capitaux différemment. Cet arrêt casse un arrêt de la Cour d'appel de Limoges qui avait estimé que la perte financière subie par les actionnaires de la société Gaudriot était égale au montant de leur investissement puisqu'ils avaient investi une somme alors que les actions de la société ne valaient rien. En cassant cet arrêt, la Cour suprême empêche le contentieux de la perte financière d'arriver devant les TGI, les tribunaux de commerce et les cours d'appel. On perd **seulement** une chance ; et rien d'autre.

En troisième lieu, les moyens procéduraux actuellement utilisables en cette matière sont gravement inadaptés. Un abus de marché peut faire l'objet de trois séries de procédures : procédures administratives devant la commission des sanctions, puis la cour d'appel, puis la Cour de cassation, procédures civiles devant le TGI ou le tribunal de commerce, puis la cour d'appel, puis la Cour de cassation, et procédures pénales devant le tribunal correctionnel, puis la cour d'appel, puis la Cour de cassation. Dans chacune des affaires Vivendi Universal,

Gaudriot, Marionnaud, et bien d'autres, ces trois séries de procédures et ces trois étapes ont été mises en œuvre.

Ce cumul des procédures ne permet même pas d'aboutir à une pleine réparation. La procédure devant la commission des sanctions ne connaît pas la victime ; la procédure devant le TGI ou devant le tribunal de commerce est limitée par la Cour de cassation à la seule perte d'une chance ; la procédure pénale est désespérément longue et fort rarement (une douzaine de procédures en 5 ans) mise en œuvre.

En outre, ces trois séries de procédures concernent les mêmes faits sous des qualifications différentes. Tantôt il s'agit d'un manquement administratif, tantôt d'une faute civile, tantôt d'une faute pénale. La même personne, le même émetteur, va être jugé trois fois et éventuellement condamné trois fois, ce qui est d'autant moins satisfaisant que cela n'aboutit pas à une pleine réparation.

Ce système favorise les contradictions de décisions. La commission des sanctions avait sanctionné le président de la société Nortène pour utilisation d'une information privilégiée, mais le tribunal correctionnel, un an et demi plus tard, juge que si le président détenait bien une information privilégiée, les opérations passées sur le marché ne l'avaient pas été en utilisation de cette information ; il a donc été relaxé.

Enfin, observons que ces triples procédures ne débouchent que très rarement sur une indemnisation. Didier Martin, dans l'article cité par Alain Couret (Didier MARTIN "Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard", *Mélanges AEDBF Finance* 2013 p. 399 et s.), a relevé que l'AMF, entre 2004 et aujourd'hui, a prononcé 220 sanctions pour fausses informations diffusées sur le marché, et, dans le même temps, les procédures en indemnisation ne s'élèvent pas à plus d'une dizaine. Pourquoi ? Parce que c'est cher, que cela dure longtemps et qu'il y a une totale incertitude sur la notion de préjudice et plus encore sur l'évaluation du préjudice qui pourrait être éventuellement reconnu.

Les réformes proposées sont largement insuffisantes.

On pourrait donc réfléchir à la proposition suivante :

Elle consiste à ériger la commission des sanctions de l'AMF en un véritable tribunal, en un tribunal des marchés financiers (Anne-Valérie Le Fur et Dominique Schmidt, *Il faut un tribunal des marchés financiers*, Dalloz 2014, p. 551). Cette proposition n'est pas révolutionnaire puisqu'aujourd'hui la commission des sanctions fonctionne comme une juridiction : ses décisions sont motivées, elles sont rendues par un organe collégial créé par la loi, les droits de la défense sont respectés, ses membres sont indépendants ; toutes les caractéristiques d'une véritable juridiction sont là.

L'intérêt serait de confier à ce tribunal des marchés financiers non seulement l'actuelle compétence de la commission des sanctions mais aussi des compétences supplémentaires :

celle d'apprécier la faute civile au sens de l'article 1382 du code civil et d'ordonner la réparation du dommage, ainsi que celle de connaître de la faute pénale, de sa sanction et de sa réparation.

Cette juridiction financière disposerait de moyens importants puisque non seulement elle aurait accès à l'enquête administrative de l'AMF mais aussi aux procès-verbaux de police judiciaire, c'est-à-dire à l'enquête préliminaire diligentée par le procureur de la République financier. Elle pourrait aussi délivrer les autorisations de visites domiciliaires alors que, pour l'instant, elles sont délivrées par le juge des libertés et de la détention, qui voit un ou deux dossiers boursiers par an. Elle pourrait enfin ordonner en référé, aux lieu et place du président du TGI de Paris, la publication forcée des rapports financiers semestriels et annuels.

Le système proposé permet d'éviter le cumul des procédures et la contrariété des décisions puisqu'il n'y aurait qu'un seul juge pour toutes les qualifications. Enfin, le tribunal des marchés financiers disposerait de juges spécialisés, des magistrats et des professionnels, rendant leurs décisions dans les délais qui sont actuellement ceux de la commission des sanctions, soit environ 18 mois. Nous sommes très loin des délais en matière civile et en matière pénale.

Cette proposition pourrait aussi améliorer considérablement les perspectives de réparation du préjudice : éclairé par les analyses produites par les compétents services de l'AMF, le tribunal des marchés financiers, comprenant en son sein des professionnels des marchés, serait à même d'apprécier l'existence non seulement de la perte d'une chance mais aussi de la perte financière et d'évaluer (au besoin après recours à un expert) le montant d'une pleine réparation.

DEBATS

Silvestre TANDEAU de MARSAC, *Avocat* – Dire que le préjudice est la perte d'une chance de ne pas avoir réalisé un autre investissement règle éventuellement la question du lien de causalité mais cela ne règle pas, comme vous l'avez souligné, la question de l'évaluation du préjudice, qui reste entière. Et même si on retient votre proposition, on reste toujours sur sa faim. La question fondamentale n'est-elle pas plutôt de savoir si la cour de cassation entend contrôler l'évaluation du préjudice ou laisser, en la matière, un pouvoir souverain aux juges comme c'est la cas à l'heure actuelle, y compris d'ailleurs dans l'évaluation de la perte de chance. Car une fois que la perte de chance est établie, rien n'empêche le juge d'en fixer le montant à 90 % de la perte, pour autant que ce n'est pas 100 %. N'a-t-on pas plutôt un déficit de règles concernant l'évaluation du préjudice ?

Edith BOIZETTE, *Président de la Chambre de l'instruction compétente en matière financière, Cour d'appel de Paris* – J'ai eu par le passé à connaître de certains délits d'initiés. Le juge judiciaire et le juge pénal que je suis, Monsieur le professeur Schmidt, ne peut pas s'empêcher de réagir à la proposition que vous venez de faire.

Je reste parfaitement convaincue que l'AMF est largement plus compétente que les magistrats de l'ordre judiciaire, qu'ils soient civilistes ou pénalistes, pour apprécier les aspects techniques. Je me suis confrontée à ces aspects techniques par le passé, avec une COB qui n'était pas très coopérative, beaucoup moins que la SEC, mais je ne peux pas penser qu'on puisse donner tous les pouvoirs d'enquête, de contrôle de l'enquête, de la régularité de procédure, à une autorité qui est, pour le moment, une émanation d'une autorité administrative, serait-elle indépendante. Je trouve que cela fait beaucoup et que cela serait une abdication totale, de la part du magistrat de l'ordre judiciaire, du moins au premier degré de juridiction, de l'ensemble de ses fonctions.

Ne pourrait-on pas plutôt envisager une sorte d'échevinage, et mettre, AMF et juge pénal, lorsque nous sommes saisis, nos compétences en commun pour travailler mieux et plus vite ? Etant entendu, qu'en amont, il serait bon que l'AMF et l'autorité de poursuite du parquet de Paris fassent un tri entre les affaires qui mériteraient d'aller vers la voie pénale et celles qui pourraient rester de la compétence de l'AMF.

Car je suis bien d'accord avec vous : des instances pénales qui durent 10 ans, 15 ans, pour aboutir à une décision en première instance, ce qui nécessitera quelques années de plus s'il y a appel, ce n'est pas admissible. Cela n'a pas non plus toujours été le cas. Des procédures ont parfois abouti plus vite.

Dominique SCHMIDT - Je me suis peut-être mal exprimé. La proposition que j'ai formulée prévoyait bien que la commission des sanctions serait érigée en un tribunal composé de magistrat et de professionnels. Il n'y aurait aucune abdication de la part des magistrats.

En première instance existent une quinzaine de juridictions spécialisées dont notamment le tribunal des affaires de sécurité sociale, le conseil des prud'hommes, le tribunal paritaire des baux ruraux, etc. On aurait un tribunal des marchés financiers. La coopération entre le parquet, le cas échéant le juge d'instruction, et ce tribunal est évidemment très souhaitable.

Bernard VATIER, *Ancien Bâtonnier, Avocat* – Je voudrais faire trois observations.

La première, c'est que rassembler toutes les procédures devant une même juridiction implique que ce soit le juge judiciaire qui soit saisi puisque notre constitution prévoit que le gardien des libertés est le juge judiciaire. Et dès lors qu'il y a un aspect pénal, par la force des choses, c'est le juge judiciaire qui doit tenir la barre.

Il est vrai que cette proposition présente un avantage. Pour les avocats, il est toujours désagréable d'avoir un même fait poursuivi de façon répressive sur le plan administratif et sur le plan pénal, d'autant qu'on observe une tendance des juges à refuser d'appliquer la règle *ne bis in idem*, au motif qu'une décision du conseil constitutionnel prévoit qu'il peut y avoir double poursuite dans les limites du maximum de l'amende. Ceci étant, on n'a pas encore statué sur la compatibilité entre une décision de la commission des sanctions, qui relaxe et, parce qu'un juge

d'instruction a décidé de poursuivre, une condamnation pénale. Peut-il y avoir une cohérence alors que, pour un même fait, on a deux appréciations distinctes sur la réalité de l'élément matériel ? Confier la procédure à une même chambre réglerait, à cet égard, la question.

Ma deuxième observation porte sur la notion de perte de chance.

On voit que la cour de cassation développe la théorie de la perte de chance parce qu'elle n'est pas du tout à l'aise sur le fait générateur. Elle ne l'est pas non plus sur le préjudice ni même sur le lien de causalité. Au fond, la perte de chance, c'est une catégorie subsidiaire pour dire qu'il y a effectivement un préjudice. Mais la difficulté à laquelle on est confronté dans la qualification de ce préjudice, c'est qu'en réalité, on s'en remet à l'arbitraire du juge. Vous avez dit que la perte de chance était incalculable. Je ne vois pas comment la cour de cassation peut essayer d'unifier l'appréciation de la perte de chance à partir du moment où il s'agit d'une appréciation souveraine des juges du fond fondée sur des éléments qui échappent aux possibilités de discussion de la part des parties. Il me semble que dans le concept même de la perte de chance il y a une atteinte aux droits de la défense redoutable puisqu'on laisse place à l'arbitraire du juge. Il me semble donc utile de confronter ce concept de perte de chance avec la protection des droits de la défense et la sécurité juridique et on peut se poser la question de savoir s'il y a compatibilité entre cette catégorie de préjudices et les principes fondamentaux. A cet égard, je me tourne vers les spécialistes des droits européens et étrangers pour savoir si dans la jurisprudence américaine, ou dans la jurisprudence des pays européens, la notion de perte de chance existe. Il serait intéressant de pouvoir faire des études comparatives sur ce point...

Ma troisième observation est la suivante. En réalité, l'appréciation du préjudice subi du fait de la diffusion d'une information trompeuse est délicate à faire parce que, en réalité, la principale victime est la collectivité émettrice. On se trouve dans une situation paradoxale où une victime risque de se trouver débitrice de l'action en réparation.

Je me tourne vers le Professeur Schmidt, qui est un grand spécialiste de la matière : la diffusion de l'information trompeuse ne serait-elle pas une faute détachable ?

Dominique SCHMIDT – Il est vrai que l'émetteur peut être lui-même victime de la fausse information livrée au marché par ses dirigeants.

Les dirigeants, lorsqu'ils livrent une fausse information au marché, commettent-ils une faute détachable de leur fonction, c'est-à-dire une faute susceptible d'engager leur responsabilité personnelle et d'enlever l'écran de la personne morale ? Cette question a heureusement été tranchée par la cour de cassation dans l'affaire Kalisto il y a une dizaine d'années (Cass. 31 mars 2004, n° 03-14.991). Il s'agissait d'une procédure de sanction administrative et la Cour de cassation a répondu par la négative. Va-t-elle maintenir sa décision à propos d'une procédure civile ? Il

faut le souhaiter. Rappelons que la chambre criminelle de la Cour de cassation n'applique pas la théorie de la faute détachable.

On regrette parfois que la réparation d'un préjudice subi par des investisseurs pèse sur la société émettrice et non pas sur les dirigeants qui ne seraient pas solvables. D'abord, il y a des dirigeants solvables... Ensuite, la société émettrice est évidemment responsable de la diffusion par ses dirigeants de fausses informations lorsque ces dirigeants agissent au nom de la société. La société est donc responsable. C'est bien la raison pour laquelle la banque J P Morgan a accepté de payer en 2013 environ treize milliards de dollars en indemnisation des préjudices subis du fait notamment de ses pratiques de *subprimes*. Cela dit, les autorités américaines n'ont pas poursuivi le président de la banque. Peut-on alors se poser la question suivante : l'indemnité versée par la banque n'a-t-elle pas pour effet, voire pour objet, de mettre fin à des poursuites personnelles contre le dirigeant ?

Finalement, si la société est responsable des fausses informations et des abus de marché commis par ses dirigeants, il est normal qu'elle paie. Les actionnaires qui détiennent des titres au jour du paiement en souffrent, mais cette souffrance ne peut pas légitimer l'absence de réparation du préjudice.

Dominique LEDOUBLE, *Expert* – Je voudrais revenir sur la notion de perte de chance sur laquelle tout le monde crie haro en disant que c'est imprévisible, pifométrique et, qui plus est, dans la main du juge du fond de telle sorte qu'on ne peut pas espérer une unification au niveau de la cour de cassation.

Je ne veux pas trancher sur ces points juridiques, je veux juste revenir sur des aspects plus techniques. Il est vrai que, pour l'instant, il est assez difficile de justifier de la façon dont les pertes de chance sont quantifiées. Est-ce du fait de leur nature ou du fait de la pratique ? J'aurais tendance à penser qu'au XXI^{ème} siècle, alors qu'il y a des pages entières sur les *big data*, c'est plutôt la pratique qui veut qu'il en soit ainsi. Je reprends l'exemple, tout à fait classique, de la perte de chance de ce garçon qui, du fait d'un accident, ne peut pas passer son concours. La perte de chance est-elle pifométrique ? Elle l'est à son niveau individuel, sans aucun doute. Mais l'intérêt du concept de perte de chance est qu'on ne demande pas un calcul déterministe ; on demande un calcul probabiliste. La probabilité qu'un étudiant normalement constitué passe un examen et le rate est statistiquement connue, à la virgule près. Il n'y a même pas besoin des *big data*. Quelle est la probabilité pour qu'un très bon élève, d'une très bonne prépa ne réussisse pas le concours d'HEC ? Les éléments statistiques de la réponse existent aujourd'hui. De même l'effet boursier d'un évènement significatif - il y en a des centaines sur des dizaines d'années – peut être statistiquement calculé.

Ce que je veux dire par là, c'est que c'est probablement à nous, experts, AMF, et d'autres, qui disposons de ce type de données, d'en tirer un certain nombre de statistiques. A ce moment-là, peut-être, pourra-t-on estimer que la théorie de la cour de cassation, qui a quand

même beaucoup d'avantages sur le plan juridique, pourrait aboutir à des indemnisations qui ne seraient pas purement pifométriques.

Alain GHOZI, *Professeur à l'Université Panthéon-Assas (Paris II)* – Je voudrais prolonger ce que Monsieur Ledouble vient de dire.

Premier point. La jurisprudence de la Cour de cassation sur la perte d'une chance est moins sommaire que ce que l'on en dit. Par des arrêts récents, notamment de la première chambre civile, elle a donné une définition rigoureuse de la perte d'une chance : c'est la disparition d'une éventualité favorable. De sorte que si l'éventualité n'est pas établie, il n'y a pas perte d'une chance. Il faut quand même se souvenir de la genèse de cette jurisprudence. Avant la consécration jurisprudentielle de la réparation de la perte d'une chance, il y a trente ans environ, la victime, dans des circonstances comme celles qui sont évoquées ici, n'avait droit à rien car elle était incapable d'administrer la preuve de la causalité entre le dommage souffert et le fait générateur. De sorte que la perte d'une chance est effectivement un substitut de l'incertitude de la causalité.

Deuxième point. La création d'une juridiction unique, idée qui me paraît fort intéressante, ne supprimera pas la question de la perte d'une chance. On restera toujours confronté à cette question, parce que le seul moyen d'en sortir, c'est d'en appeler au délit civil. Car on bute sur le fait que notre système de responsabilité est, dans son principe, un système de responsabilité subjective : notre responsabilité extracontractuelle est marquée par la trilogie faute, relation de causalité, dommage, quel qu'en soit l'ordre. Il n'y a, il me semble, que deux portes de sortie. L'une, que l'on connaît bien dans les conventions portant loi uniforme, est la responsabilité forfaitaire : les conventions portant loi uniforme, notamment en matière de transport, reposent sur des jeux de présomptions et de contre présomptions, avec des responsabilités forfaitaires. Ainsi en est-il en droit maritime, droit du traitement du risque par excellence ... L'autre soupape, ce sont les délits civils et l'indemnisation forfaitaire indépendamment de la prise en considération d'une causalité plausible ; le comportement est sanctionné en lui-même.

Dominique SCHMIDT – Je parle uniquement en matière boursière. Avant l'arrêt du 9 mars 2010, les juridictions, y compris la Cour de cassation, ont réparé à la fois la perte de chance et la perte financière. La première fois c'était dans l'affaire Société Générale de Fonderie en 1993, où la chambre criminelle a expressément approuvé les juges du fond d'avoir estimé le préjudice de victimes de fausses informations à la différence entre le prix qu'elles avaient payé et le prix réel qui aurait été observé en l'absence de fausses informations. Puis il y a eu les affaires Flammarion, Euromarketing et quelques autres, où les deux préjudices, perte de chance et perte financière, ont été reconnus. L'arrêt du 9 mars 2010 est un revirement de jurisprudence qui peut s'expliquer parce que, me semble-t-il, le juge civil, mais aussi le juge pénal, n'est pas formé pour calculer une perte financière ; il n'a pas les outils pour le faire. Il pourrait se rapporter à un expert, mais ce serait, finalement, l'expert qui rendrait la décision. Donc on préfère se tenir à l'écart de la détermination de la perte financière.

Si ce tribunal des marchés financiers voit le jour, je ne doute pas que ces problèmes techniques soient bien résolus.

Michel BAERT, *Juge des sanctions au tribunal de commerce de Paris* – J'avais une question pour le professeur Schmidt qui nous parlait du sort du Président de JP Morgan. Ne pourrait-on pas imaginer que les dirigeants qui ont commis des fautes pourraient être poursuivis en sanction, personnelle ou pécuniaire ?

Dominique SCHMIDT – Je pense qu'ils pourraient l'être. Les textes existent. On peut les poursuivre. Mais ils ne sont pas poursuivis.

Joanna GHORAYEB, *Magistrat au bureau économique et financier, Direction des affaires criminelles et des grâces, Ministère de la justice* – Je me permets d'intervenir pour rebondir sur la proposition de tribunal unique.

Elle répond sans doute à un souci de pragmatisme indispensable dans la matière boursière, mais elle se heurte à d'autres réalités qui risquent de rabaisser les ambitions de cette institution unique. S'il y a deux choses qui ne me paraissent pas conciliables, c'est la nature pénale des poursuites d'un côté et la nature civile et/ou administrative des autres procédures de l'autre. Je ne vois pas comment un tribunal spécialisé, quand bien même son existence garantirait davantage d'efficacité dans l'appréhension et le traitement des dossiers dans le temps, pourrait faire fi, dès lors qu'il serait également compétent au pénal, d'un procureur de la République et d'un éventuel juge d'instruction, c'est-à-dire des institutions qui permettent de gérer les aspects qui sont au cœur du droit pénal, à savoir la liberté individuelle. Qui va statuer sur un placement en détention éventuel ? Qui va statuer sur les mesures de sûreté ? Qui va prononcer les sanctions pénales et les mettre à exécution par la suite ? Et par voie de conséquence, cette institution unique ne risquerait-elle pas de pâtir des inconvénients que connaissent déjà les juridictions civiles et pénales et que ne connaît pas l'AMF, c'est-à-dire de la « lourdeur » de la procédure judiciaire ?

Je voulais aussi formuler une petite observation qui pourra peut-être susciter des réflexions par la suite... Un projet de loi relative à la lutte contre la fraude fiscale et la grande délinquance économique et financière actuellement en cours de discussion institue un procureur de la République financier national. Il s'agit d'une autorité judiciaire d'une nature un peu particulière, qui serait, aux côtés du Procureur de Paris, sous l'autorité du Procureur général de la Cour d'appel de Paris, et à qui serait transférée la compétence exclusive du procureur de Paris pour les délits boursiers. Peut-être le fait que ce parquet financier, doté d'un nombre de magistrats restreint et dédiés permettra-t-il, aussi, d'accélérer le traitement des procédures. Je lance cette réflexion à la sagacité de l'assemblée. Cela est en tout état de cause susceptible d'avoir une incidence sur le traitement des procédures pénales relatives aux abus de marché.

Yves CHAPUT – *Professeur émérite à l'Université de Paris I (Panthéon-Sorbonne), ancien directeur scientifique du CREDA* - Une simple remarque sur cette question des pouvoirs juridictionnels de l'AMF et de la règle, *non bis in idem*.

Le groupe de travail sur la dépenalisation de la vie des affaires dite commission Coulon, du nom de son Président, à laquelle le Président Field et moi avons participé, avait dès 2008 fait des propositions tendant à rendre cohérentes les deux approches administrative et judiciaire. En résumé, avait été évoquée la création d'équipes communes d'enquête sous l'"autorité" (au sens latin du mot !) du procureur de la République, *a fortiori* avec un parquet indépendant de l'exécutif.

En second lieu, il avait été proposé une adaptation de la composition de la juridiction, avec adjonction à la formation collégiale aussi bien en première instance qu'en appel, de deux assesseurs supplémentaires désignés par arrêté conjoint des ministres de l'économie et de finances et de la justice en raison de leur compétence financière et juridique ainsi que de leur expérience en matière d'investissements financiers.

Je ne peux donc, pour l'approfondissement de l'articulation entre sanction pénale et administrative, que renvoyer à ce rapport qui évoque aussi les possibilités d'action civile par voie directe. Étant entendu que ces approches doivent être appréhendées en contemplation de la CEDH.