



Haut Comité Juridique
de la Place financière de Paris

***RAPPORT SUR L'INDEMNISATION
DES INVESTISSEURS POUR
FAUSSE INFORMATION
SUR LES MARCHÉS FINANCIERS***

*du Haut Comité Juridique
de la Place Financière de Paris*

1^{er} octobre 2025



MÉTHODOLOGIE ET SYNTHÈSE

L'indemnisation des investisseurs pour fausse information du public par des sociétés cotées revêt une importance cruciale. Elle constitue, avec la répression administrative, un élément essentiel d'attractivité des marchés de capitaux. Pour attirer davantage de personnes vers la bourse il est nécessaire de disposer de sanctions adéquates, incluant des sanctions administratives et un régime d'indemnisation efficace des investisseurs.

La France a été l'un des premiers pays en Europe à reconnaître le préjudice boursier, avec un système d'indemnisation qui a néanmoins mis du temps à se développer et qui a été contesté intellectuellement car le préjudice est fondé sur la « *perte de chance* ». Or, alors que la France apparaissait en avance en matière de reconnaissance du préjudice boursier, celle-ci s'est largement répandue en Europe au cours des vingt dernières années. Néanmoins, les régimes applicables dans les pays voisins ne sont pas bien connus. C'est pourquoi, il a paru utile au HCJP, à la demande de l'AMF, de mettre en place un groupe de travail dont l'objectif est d'établir un état des lieux d'une sélection de droits étrangers.

Le rapport présente le régime de l'indemnisation boursière dans plusieurs juridictions. Les pays qui ont été inclus dans cette analyse de droit comparé ont été choisis en raison de leur importance. Il s'agit de l'Allemagne, de l'Italie, de l'Espagne, des Pays-Bas et du Royaume Uni. L'examen porte sur les régimes de responsabilité applicables aux fausses informations diffusées sur les marchés primaire et secondaire. Le rapport a été rédigé par Enrico Sartori, doctorant à l'Université du Luxembourg et à l'Université de Francfort. Par souci de faciliter la comparaison avec le droit français, une présentation exhaustive de ce dernier en matière d'indemnisation du préjudice boursier figure en annexe II. Une troisième annexe inclut un aperçu sur la question des conditions de l'assurance de responsabilité civile des administrateurs dirigeants et l'assurabilité des sanctions administratives pour fausse information du public en France. Ces deux annexes ont été rédigées par le Professeur Johan Prorok.

L'objectif du groupe de travail n'est pas d'indiquer si une juridiction dispose d'un meilleur système qu'un autre mais simplement de mieux connaître leur régime juridique et déterminer également s'il s'agit de juridictions avec une forte activité contentieuse en matière de responsabilité civile pour fausse information. Notamment, il s'agit de comprendre si les juridictions étudiées sont plutôt favorables ou hostiles, ou même réservées, à l'indemnisation du préjudice boursier.

Afin de connaître le régime applicable dans les juridictions sélectionnées, une série d'auditions a été conduite auprès d'universitaires et d'experts étrangers. Les entretiens avec les experts étrangers ont été généralement conduits avec deux catégories d'intervenants : des universitaires et des praticiens.



Espagne (10 juillet 2024) : Professeur Isabel Fernández Torres (Université Complutense de Madrid) ; Maîtres Francisco Leon et Fernando Bedoya, Avocats du cabinet Pérez-Llorca (Madrid).

Italie (12 septembre 2024) : Professeurs Matteo Gargantini et Michele Siri (Université de Gènes) ; Maîtres Emanuele Grippo et Daniele Vecchi (cabinet Gianni & Origoni).

Allemagne (10 octobre 2024) : Professeur Rüdiger Veil (Université de Munich) ; Maîtres Michael Brellochs et Henner Schlaefke (cabinet Noerr).

Autriche (7 novembre 2024) : Professeur Walter Doralt (Université de Graz).¹

Pays-Bas (5 décembre 2024) : Professeur Danny Busch (Université de Nimègue).

Royaume-Uni (23 janvier 2025) : Professeur (emeritus) Paul Davies (Université d'Oxford, Harris Manchester College) ; Matt McCahearty (Solicitor, Macfarlanes) et Gregory Denton Cox (Barrister).

En raison de son intérêt aussi bien en droit français qu'en droit comparé, une audition a aussi eu lieu sur la question des conditions de l'assurance de responsabilité civile des dirigeants pour fausse information du public en France : Madame Françoise Mari (26 juin 2024), Directrice risques financiers (Liberty). De même, une audition a eu lieu sur les méthodes de détermination du préjudice auprès des tribunaux français : Monsieur Olivier Péronnet (10 juillet 2024), Expert-comptable, Commissaire aux comptes, Expert auprès de la Cour d'appel de Paris et agréé auprès de la Cour de cassation, Associé fondateur (cabinet Finexsi).

Les membres du groupe de travail tiennent à exprimer leur reconnaissance aux collègues et experts qui ont accepté de présenter l'état du droit dans leurs juridictions.

La synthèse de nos travaux est la suivante :

France

En France, l'indemnisation des investisseurs pour fausse information résulte d'une construction jurisprudentielle. Celle-ci a mis du temps à se former mais est stabilisée depuis l'arrêt Gaudriot de 2010 de la Chambre commerciale de la Cour de cassation.² La faute consiste tant en la diffusion d'une information mensongère (fausse ou trompeuse) ainsi qu'en une omission. La faute peut être imputée à l'émetteur, aux dirigeants sociaux et aussi aux commissaires aux comptes. De plus,

¹ L'Autriche reconnaît également le préjudice boursier mais n'a pas été retenue dans le rapport.

² Cass. com, 9 mars 2010, n° 08-21.547 (n° 924 FS-PB).



la responsabilité est admise pour simple négligence. La jurisprudence a donné la préférence à la réparation en raison d'une altération de la décision d'investissement. Elle retient comme préjudice la perte de chance de faire un autre investissement plus profitable. Bien que le préjudice doive être individualisé, en pratique, la jurisprudence accorde une forme de réparation forfaitaire (sans le dire expressément) et statue en réalité souvent en équité. Le régime français peut être considéré comme protecteur des investisseurs avec une présomption de causalité de la transaction et une présomption de causalité d'impact de la fausse information sur le cours de bourse. Le régime français est donc de ce point de vue favorable à l'indemnisation des investisseurs. Il existe néanmoins des obstacles procéduraux à la protection de ces droits et le montant de la réparation est limité.

Ressemblances et différences

La situation dans les cinq juridictions étudiées correspond à une mosaïque de régimes avec des ressemblances et de nombreuses différences du point de vue juridique. Cette constatation n'est guère surprenante. Néanmoins, certaines similitudes existent. Tout d'abord, toutes les juridictions étudiées reconnaissent la réalité du préjudice boursier. Ensuite, le fondement de la réparation est, sauf exception, celui du droit de la responsabilité délictuelle, éventuellement au titre d'une législation spéciale (prospectus). Enfin la mesure de réparation du préjudice (perte de chance ou réparation intégrale) a été laissée aux tribunaux (à l'exception du régime allemand de responsabilité en matière de prospectus). Dans tous les cas, cependant, le standard retenu dans ces juridictions est la réparation intégrale du préjudice, au sens où la réparation consiste en la différence de cours par rapport au cours non altéré par l'information défectueuse (ou le manque d'information) ou dans l'annulation pure et simple de la transaction ou une mesure équivalente (indemnisation des pertes liées à la transaction). Il s'agit là d'une différence importante avec la France.

Il existe néanmoins des différences sensibles parmi ces juridictions étrangères. Si en ce qui concerne la responsabilité en matière de prospectus, toutes les juridictions prévoient des dispositions législatives spéciales, la situation est plus fragmentée en ce qui concerne la responsabilité sur le marché secondaire. Par exemple, en ce qui concerne les rapports financiers défectueux, seuls l'Espagne et le Royaume-Uni ont introduit législativement un régime spécial. En revanche, dans les autres juridictions le régime de responsabilité civile applicable aux rapports financiers défectueux a été développé par la jurisprudence. À l'autre extrême, aucune juridiction n'a mis en place un régime législatif spécial délictuel pour traiter les manipulations de marché fondées sur l'information.

En ce qui concerne la faute de l'auteur de la déclaration mensongère, les juridictions sont divisées entre celles qui autorisent la responsabilité pour simple négligence (Italie, Espagne, Pays-Bas) et celles qui limitent normalement la responsabilité à la négligence grave (Allemagne), voire qui excluent la responsabilité pour négligence dans certains cas (Royaume-Uni).

Ainsi, toutes les juridictions sont favorables à la réparation mais le Royaume-Uni dispose d'un régime restrictif. À l'opposé du Royaume-Uni, les Pays-Bas disposent d'une législation et de



procédures collectives dédiées qui visent à faciliter les actions en réparation du préjudice boursier. Le droit allemand de la responsabilité civile, issu du Code civil (BGB) et de la jurisprudence, est particulièrement complexe et détaillé comparé aux autres juridictions.

L'image qui ressort de cet état des lieux est qu'il n'existe pas d'excès en matière de poursuites en responsabilité pour fausse information du public. La situation dans ces juridictions révèle que le risque d'une américanisation du contentieux boursier n'est pas fondé. Le contentieux reste difficile pour les plaignants même dans les États dont la législation ou la jurisprudence est favorable à l'indemnisation des investisseurs.

Responsabilité pour prospectus faux ou trompeur

En matière de responsabilité pour prospectus faux ou trompeur, toutes les cinq juridictions disposent d'un régime spécifique de responsabilité codifié législativement. Ces régimes sont principalement basés sur une responsabilité délictuelle. Ils visent uniquement les prospectus, sauf pour les Pays Bas, où le régime est celui du droit de la consommation, et est différent en fonction de la nature du demandeur, « *consommateur* » ou investisseur professionnel.

Même en présence d'un régime de responsabilité dédié, le droit commun de la responsabilité délictuelle peut parfois être toujours invoqué, ce qui peut être utile par exemple pour poursuivre des personnes qui ne sont pas mentionnées dans le régime spécial (Allemagne, Italie). En outre, dans certaines juridictions, les recours contractuels peuvent jouer un rôle important dans la pratique (Espagne, Italie, Allemagne et Pays-Bas).

Responsabilité pour fausse information sur le marché secondaire

En matière de responsabilité civile au titre de l'information périodique (rapport annuel et rapport semestriel), l'Espagne et le Royaume-Uni ont établi un régime législatif spécial. Pour les autres juridictions, le droit commun de la responsabilité délictuelle s'applique. Dans presque toutes les juridictions étudiées, les administrateurs peuvent voir leur responsabilité engagée.

Au titre de l'information permanente prévue par le règlement Abus de marché de 2014, il existe deux obligations résultant l'une de l'article 17 (information permanente) et l'autre de l'article 15 (manipulation de marché). Au titre de l'article 17, l'Allemagne et le Royaume-Uni ont établi un régime spécifique de responsabilité civile. Pour le Royaume-Uni, le régime est identique à celui mis en place pour l'information périodique. Au titre de l'article 15, aucune des juridictions étudiées n'a établi un régime législatif spécifique. L'indemnisation est donc soumise aux règles de droit commun de la responsabilité civile.



Lien de causalité avec la transaction

Les régimes législatifs en matière de prospectus en Allemagne et au Royaume-Uni incluent une présomption de l'existence d'un lien de causalité entre la fausse information et la décision d'acquérir les titres. Les tribunaux dans les autres juridictions ont établi des présomptions simples.

En matière d'information périodique et permanente, les tribunaux retiennent aussi généralement une présomption de causalité sans pour autant accepter la théorie de la fraude sur le marché (*fraud on the market theory*).

De plus, il y a des exceptions où la preuve d'un lien de causalité est exigée sans recourir à une présomption. C'est le cas par exemple en Allemagne pour l'information permanente lorsque l'investisseur affirme qu'en l'absence d'informations défectueuses, il n'aurait pas conclu la transaction en question. De même, les tribunaux britanniques exigent la preuve d'un lien de causalité direct au titre de l'information périodique et permanente.

Faute intentionnelle ou négligence

Les juridictions étudiées se divisent en deux groupes. Un premier groupe admet généralement une responsabilité pour fausse information sur la base d'une simple négligence (Italie, Espagne et Pays-Bas). Le second groupe écarte dans la plupart des cas la négligence et exige une négligence grave (Allemagne) ou une faute voire même une faute intentionnelle (Royaume-Uni en matière d'information permanente). Des présomptions de négligence sont retenues dans toutes les juridictions en matière de prospectus.

Réparation du dommage

Les juridictions étudiées ne limitent pas l'indemnisation à une perte de chance comme en droit français. Elles prévoient toutes une réparation intégrale du préjudice. Généralement, la mesure des dommages applicable dépend de la base factuelle alléguée par le demandeur.

D'une part, l'investisseur peut affirmer qu'en l'absence d'informations défectueuses, il n'aurait pas conclu la transaction en question. Dans ce cas, l'investisseur doit donc recevoir soit un remboursement intégral, soit le paiement d'une différence entre le cours de bourse après prise en compte de la fausse information et le cours d'achat ou de vente des actions. Cette forme de compensation déplace le risque de marché sur l'émetteur, même lorsque la variation du prix des titres est due à des raisons différentes de l'information défectueuse. Cette forme de compensation est imposée en Allemagne dans tous les cas de prospectus défectueux.

D'autre part, l'investisseur peut affirmer qu'en l'absence d'informations défectueuses, il aurait procédé à l'investissement mais dans des conditions différentes. L'investisseur doit donc recevoir la



différence entre le prix concrètement payé (ou reçu) et celui qu'il aurait payé (ou reçu) en l'absence de l'information défectueuse.

Recours à des experts en cas d'indemnisation basée sur une différence de prix

Le recours à des experts pour calculer le montant de la réparation est fréquent dans les juridictions étudiées. Les méthodes utilisées varient néanmoins selon les juridictions.

Tribunaux compétents

Les juridictions compétentes pour traiter les demandes d'indemnisation pour fausse information sont soit des juridictions ordinaires soit des juridictions spécialisées. Toutefois, en ce qui concerne les juridictions ordinaires, il existe souvent des chambres spécialisées (Pays-Bas sur option, Royaume-Uni pour les cas les plus importants). La concentration des sièges sociaux dans certaines villes implique aussi que certaines juridictions (par exemple, Milan ou Rome en Italie, Amsterdam pour les Pays-Bas) développent une expertise spécifique dans ce type de contentieux.

Recours collectifs

Des recours collectifs sont possibles dans toutes les juridictions étudiées. Ces recours collectifs sont limités en Espagne, en Italie et au Royaume-Uni. Ils sont peu utilisés sauf aux Pays-Bas. Enfin il existe aux Pays-Bas et en Allemagne une tendance à conclure les procédures par une transaction entre les investisseurs et les émetteurs.

Conclusion

Cette étude de droit comparé révèle un paysage contrasté mais marqué, même en présence d'une législation, par l'importance du rôle du juge. L'indemnisation du préjudice boursier et son évaluation relèvent largement du droit prétorien. Il s'agit aussi d'un droit prétorien qui est dans une certaine mesure toujours en construction. Il n'en demeure pas moins que la réparation intégrale du préjudice est le principe dans les juridictions étudiées. Pour la France, comme indiqué, le recours au concept de perte de chance amène en pratique la jurisprudence à accorder une réparation forfaitaire (sans le dire expressément) et, en réalité, à statuer souvent en équité.

La question de savoir si le régime et le niveau d'indemnisation du préjudice boursier peuvent influencer l'attractivité des places financières ne peut pas faire l'objet d'une réponse univoque. D'un côté, le Royaume-Uni dispose d'une législation et d'une jurisprudence hostiles à l'indemnisation du préjudice boursier, sauf cas de fraude, et de l'une des plus grandes places financières en Europe. D'un autre côté, aux États-Unis, l'intensité de la répression par la *Securities and Exchange Commission*



(SEC) et l'importance du contentieux de l'indemnisation boursière sont considérés comme un facteur d'attractivité pour les investisseurs. Il est apparent aux membres du groupe de travail qu'une absence de protection ou une faible protection sur un marché boursier ne peut constituer un environnement favorable pour les investisseurs. Il s'agit donc d'un facteur d'attractivité d'une place financière, parmi d'autres. L'action du superviseur boursier est au moins aussi importante. Le rapport montre d'ailleurs que les poursuites civiles s'appuient fréquemment sur les sanctions administratives.

Dès lors, il est impossible de désigner une législation étrangère comme étant plus opérante, car chacune présente des spécificités influencées par sa culture juridique nationale. Néanmoins, certaines approches et techniques juridiques étrangères pourraient éventuellement, inspirer le législateur, la jurisprudence et le débat doctrinal en France. C'est l'ambition de ce rapport.



TABLE DES MATIÈRES

I. Introduction	10
II. Les aspects de droits substantiels	12
2.1 - Les fondements juridiques de la responsabilité civile	12
2.1.1 - Responsabilité civile sur le marché primaire	13
2.1.2 - Responsabilité civile sur le marché secondaire	22
2.2 - L'exigence du lien de causalité	34
2.2.1 - La causalité de la transaction	36
2.2.2 - La présomption de causalité de la transaction	43
2.3 - L'exigence de la faute	49
2.3.1 - La pertinence de l'intention ou de la négligence	50
2.3.2 - La présomption de négligence	56
III. La quantification des dommages subis par les investisseurs	59
3.1 - Mesures alternatives des dommages	59
3.1.1 - L'indemnisation des pertes liées à la transaction	63
3.1.2 - L'indemnisation pour différence de prix	71
3.2 - Le recours aux rapports d'experts	76
IV. Les aspects de droit procédural	79
4.1 - La juridiction désignée	79
4.2 - L'existence de recours collectifs et systèmes de compensation	81
4.3 - Honoraires d'avocat et recouvrement des frais de contentieux	94
Composition du groupe de travail	98
Liste des personnes auditionnées	101
Annexe 1. L'indemnisation des investisseurs pour fausse information financière en France...	Annexes
Annexe 2. Eléments de droit des assurances	Annexes



L'INDEMNISATION DES INVESTISSEURS POUR INFORMATION FINANCIÈRE EN EUROPE : ÉTUDE COMPARATIVE

I. Introduction

Il est notoire que l'efficacité des marchés de capitaux est étroitement liée à la qualité de l'information disponible concernant les titres négociés sur ces marchés³. En outre, la confiance des investisseurs et leur disposition à investir dépendent du maintien d'un niveau élevé d'exactitude de ces informations. On peut soutenir que cette confiance dépend également de la possibilité pour les investisseurs d'obtenir une réparation au cas où ils seraient lésés par des informations fausses ou trompeuses diffusées sur le marché. Par exemple, parce qu'en se fiant à des informations défectueuses ils ont pris la décision d'acheter des instruments financiers à un prix excessivement élevé ou de les vendre à un prix trop bas.

Tant le législateur de l'Union européenne (UE) que les législateurs nationaux poursuivent depuis longtemps une stratégie visant à régir les obligations de publicité imposées aux émetteurs afin de garantir la transparence et l'intégrité des marchés de capitaux. Ces dernières peuvent en effet être facilement compromises par la diffusion d'informations fausses ou trompeuses. En particulier, les informations défectueuses sont celles contenues dans des prospectus, des rapports financiers, des informations *ad hoc*.

Aujourd'hui, l'essentiel des obligations d'information imposées aux émetteurs est régi par la législation européenne et en particulier par le règlement Prospectus⁴, la directive Transparence⁵, et le règlement Abus de marché⁶. Si le législateur européen est parfois intervenu timidement pour s'assurer qu'un régime de responsabilité civile s'applique aux informations publiques défectueuses, les législateurs nationaux ont dans l'ensemble conservé une grande marge de manœuvre quant à la mise en œuvre de la responsabilité civile.

³ BONNEAU Th., *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, 6^e édition, Bruylant, 2022, p. 676 et s.

⁴ Règlement (UE) 2017/1129 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, (JO L 168 du 30.6.2017, p. 12 et s.), ci-après, « règlement Prospectus ».

⁵ Directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, (JO L 390 du 31.12.2004, p. 38 et s.) ci-après, « directive Transparence ».

⁶ Règlement (UE) n° 596/2014 sur les abus de marché (JO L 173 du 12.6.2014, p. 1 et s.), ci-après, « règlement Abus de marché ».



Sous l'influence de la législation européenne et afin de garantir l'indemnisation des investisseurs lésés, certains États membres ont conçu de nouveaux régimes de responsabilité *ex novo*, d'autres ont adapté des dispositions préexistantes et éprouvées, tandis que d'autres se sont simplement appuyés sur des dispositions générales en matière de responsabilité civile. Parfois, les mêmes États membres ont adopté des approches différentes, en fonction de l'information défectueuse en cause – en particulier, il est fréquent que les informations diffusées sur le marché primaire et le marché secondaire fassent l'objet d'un traitement différent. Il en résulte que les différents pays européens mettent en œuvre un large éventail de régimes de responsabilité au profit des investisseurs en matière d'information défectueuse.

Afin d'illustrer les régimes de responsabilité civile actuellement applicables en Europe en matière d'informations défectueuses, le présent chapitre traitera plus particulièrement de cinq pays. Quatre d'entre eux sont des membres actuels de l'UE, à savoir l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne et les Pays-Bas. Ils ont été choisis en raison de leur importance dans le contexte des marchés de capitaux de l'UE et/ou de l'intérêt que présente leur système juridique à des fins de comparaison. Le cinquième État - le Royaume-Uni - est inclus parce qu'il abrite le plus grand marché de capitaux d'Europe. En outre, comme son régime juridique est encore partiellement fondé en la matière sur la législation de l'UE, la comparaison ne sera pas excessivement déroutante. L'examen de ces États donnera un aperçu des régimes applicables et mettra en évidence les divergences et convergences entre les différents systèmes juridiques dans le traitement de questions similaires.

Pour ce faire, nous commencerons par envisager, en section II, les aspects de droit substantiel, qu'il s'agisse des fondements de la responsabilité, de la causalité ou encore de la faute.

La section III traitera, quant à elle, spécifiquement des méthodologies de calcul du montant indemnisable, en évaluant les deux mesures alternatives de dommages-intérêts : l'indemnisation des pertes liées à la transaction et l'indemnisation pour différence de prix. La section détaillera en outre dans quelle mesure le calcul des dommages-intérêts est effectué au moyen de rapports d'experts.

Enfin, la section IV traitera des questions de droit procédural, qu'il s'agisse des tribunaux compétents, des différentes formes de recours collectif et, enfin, des règles relatives au recouvrement des frais de justice.



II. Les aspects de droit substantiel

Pour mieux comprendre comment les régimes de responsabilité civile pour information publique défectueuse sont façonnés, il est nécessaire d'examiner les trois éléments fondamentaux qui permettent à un investisseur d'établir la responsabilité civile d'un défendeur. Il s'agit des fondements juridiques sur lesquelles la responsabilité peut être engagée (2.1), de l'exigence du lien de causalité (2.2), ainsi que de la pertinence de l'intention ou de la négligence (2.3).

2.1 - Les fondements juridiques de la responsabilité civile

Le droit européen prévoyant le régime des obligations d'information à la charge des émetteurs, en particulier dans le cadre du règlement Prospectus, de la directive Transparence et du règlement Abus de marché, nous organiserons notre analyse des régimes de responsabilité civile applicables en cas d'informations défectueuses en nous appuyant sur ces trois textes.

Si le niveau de détail des obligations d'information imposées aux émetteurs est parfois remarquable, l'intervention de l'UE dans le domaine de la responsabilité civile en cas de violation de ces mêmes dispositions a traditionnellement été très légère⁷. Le législateur européen n'a énoncé quelques rares règles sur les régimes de responsabilité civile que dans le règlement Prospectus et la directive Transparence. En revanche, il n'a pas pris position sur les conséquences en matière de responsabilité civile des infractions au règlement Abus de marché.

Plus précisément, l'article 11 du règlement Prospectus et l'article 7 de la directive Transparence abordent la question de la responsabilité civile en ce qui concerne les informations publiées dans des prospectus et des rapports financiers. En vertu de ces deux articles, les États membres sont tenus de veiller à ce que les régimes nationaux de responsabilité civile s'appliquent aux violations des dispositions pertinentes. Cette obligation n'impose pas aux États membres d'établir un régime spécifique, à condition que les règles générales de responsabilité civiles soient déjà applicables aux violations en question. En revanche, en ce qui concerne les abus de marché, les États membres sont entièrement libres de concevoir leur propre modèle, en principe en excluant même qu'une violation du règlement Abus de marché puisse donner lieu à responsabilité civile.

Ces rares dispositions de droit européen relatives à la responsabilité civile ont dû être transposées et intégrées dans le tissu des droits nationaux. Les différents États n'ayant pas agi de manière uniforme

⁷ À propos des tentatives limitées du législateur européen de s'attaquer aux questions de responsabilité civile – traditionnellement considérées comme étant fermement ancrées dans le droit national –, voir CHEREDNYCHENKO O.O. et ANDENAS, M. (éds.), *Financial Regulation and Civil Liability in European Law*, Edward Elgar Publishing, 2020. Le législateur européen a cependant mené quelques tentatives isolées d'harmonisation complète des règles de responsabilité civile, telles que l'article 35 bis du Règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit. Toutefois, ces tentatives n'entrent pas dans le champ d'application du présent rapport.



lorsqu'ils ont décidé d'adapter leurs systèmes nationaux aux exigences du droit européen, il en résulte un paysage très complexe, à commencer par les fondements juridiques que les investisseurs lésés par une information défectueuse peuvent invoquer.

Certains États membres ont choisi d'élaborer des régimes de responsabilité spéciaux, pour se doter de règles de responsabilité civile adaptées aux particularités des marchés financiers, tandis que d'autres ont estimé que les régimes généraux déjà applicables étaient suffisants et adéquats, de sorte qu'aucune nouveauté ne devait être introduite. Très souvent, cependant, tant les régimes généraux que spéciaux peuvent s'appliquer au même fait dommageable.

Le type de base juridique disponible peut faire une grande différence pour l'investisseur lésé et la société potentiellement responsable. En effet, chaque base juridique entraîne l'application de règles différentes sur des aspects fondamentaux du droit substantiel et procédural. Par exemple en ce qui concerne les exigences en matière de preuve de la responsabilité, les personnes qui ont qualité pour agir et les défendeurs qui peuvent être tenus pour responsables.

Il est commode de diviser l'analyse en fonction du contexte où la présentation des informations défectueuses a eu lieu, à savoir sur le marché primaire ou secondaire. Ainsi, nous analyserons d'abord les régimes applicables aux informations défectueuses sur le marché primaire par le biais d'un prospectus (2.1.1). Ensuite, nous examinerons les régimes applicables dans le contexte du marché secondaire aux informations défectueuses contenues dans des rapports financiers faux ou trompeurs, des informations *ad hoc* (2.2.2).

2.1.1 - Responsabilité civile sur le marché primaire

Dans les pays de référence, le régime de responsabilité civile applicable sur le marché primaire – et donc plus précisément aux prospectus défectueux – repose sur deux ensembles de règles distincts. Il est principalement régi par des régimes spécialisés, qui sont façonnés par les exigences du règlement Prospectus (2.1.1.1). Toutefois, les régimes généraux de responsabilité civile peuvent encore s'appliquer, bien qu'à titre plus résiduel (2.1.1.2).

2.1.1.1 - Responsabilité civile en vertu du règlement Prospectus

La première obligation d'information à laquelle un émetteur peut être soumis est la publication d'un prospectus, en vertu de l'article 3 du règlement Prospectus. En ce qui concerne les informations qui doivent être incluses dans ce document, l'article 6 du règlement Prospectus dispose qu'il doit s'agir des informations « *nécessaires qui sont importantes pour permettre à un investisseur d'évaluer en connaissance de cause* » les principales caractéristiques de l'émetteur, de l'offre et des instruments financiers. Toutefois, le règlement – ainsi qu'un grand nombre d'actes délégués et d'actes d'exécution – fixe des règles détaillées quant au contenu et au format des informations à inclure dans un prospectus.



Dans plusieurs États, les régimes de responsabilité civile pour les informations publiées dans un prospectus ont une longue tradition, bien antérieure aux règles européennes en la matière. En particulier, les codifications de la responsabilité applicable aux prospectus en droit britannique⁸ et en droit allemand⁹ remonte à la dernière décennie du XIX^e siècle, tandis que les Pays-Bas ont introduit cette responsabilité dans leur législation en 1928¹⁰. À ce jour, cependant, le point de départ de l'analyse des régimes de responsabilité applicables aux prospectus dans l'UE est l'article 11 du règlement Prospectus, qui reprend en grande partie une disposition antérieure de la directive Prospectus¹¹.

L'article 11 du règlement - qui s'appliquait bien sûr aussi au Royaume-Uni avant l'accord de retrait - impose aux États membres de veiller à ce qu'un régime de responsabilité soit mis en place en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus et dans les suppléments auxdits prospectus. En outre, il dresse une liste des personnes responsables des informations contenues dans le prospectus¹². On considère généralement que l'article 11 du règlement Prospectus - comme c'était le cas pour son prédécesseur dans la directive Prospectus - doit être interprété comme une disposition établissant une exigence minimale. À l'intérieur de ce cadre minimal, les États sont libres de prévoir le régime applicable¹³. Ils peuvent même s'abstenir de toute intervention législative, tant qu'un régime de responsabilité civile trouve à s'appliquer.

Toutefois, en réponse à l'ancien article 6 de la directive Prospectus, tous les États ont en pratique adopté un régime spécial propre aux prospectus, à l'exception des Pays-Bas. Il est intéressant de noter que, même dans le cas des Pays-Bas, le régime applicable n'est pas le régime général de responsabilité civile, mais qui ne vise pas uniquement les prospectus. Néanmoins, outre les régimes spéciaux, la responsabilité civile de droit commun peut encore s'appliquer de manière résiduelle.

En d'autres termes, toutes les juridictions ont estimé que leurs règles générales de responsabilité civile n'étaient pas adaptées au traitement des prospectus défectueux - du moins en tant que régime unique applicable - et ont donc élaboré des règles spéciales de responsabilité. En principe, tous ces régimes spéciaux de responsabilité civile sont considérés comme étant de nature extracontractuelle.

⁸ MCMEEL G., *United Kingdom*, dans BUSCH D., FERRARINI G. et FRANX J.P. (éds.), *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, Oxford University Press, 2020, p. 578.

⁹ MOCK S., *Germany*, dans BUSCH D. et al., *op. cit.*, note 6, p. 468.

¹⁰ FRANX J.P., *The Netherlands*, dans BUSCH D. et al., *op. cit.*, note 6, p. 537.

¹¹ L'article 11 du règlement Prospectus est considéré comme la disposition succédant à l'article 6 de la directive 2003/71/CE sur les prospectus (ci-après, « directive Prospectus »). Le contenu des deux dispositions est considéré comme substantiellement analogue, voir LUCANTONI P., *Comment to article 11 of the Prospectus Regulation*, dans LEHMANN M. et KUMPAN C. (éds.), *European Financial Services Law*, Nomos/Hart/Beck, 2019, p. 987.

¹² BUSCH D., *The influence of the EU prospectus rules on private law*, *Capital Markets Law Journal*, 2021, Vol. 16, n° 1, p. 5.

¹³ BUSCH D., LEHMANN M., *Uniform Prospectus Liability Rules for Europe*, *Journal of European Tort Law*, 2023, Vol. 14, n° 2, p. 114 - 115. Voir également le rapport ESMA, *Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, ESMA/2013/619, 30 mai 2013, p. 12.



Les caractéristiques essentielles des règles spéciales de responsabilité en matière de prospectus dans chaque système seront brièvement décrites dans la présentation qui suit. Par souci d'exhaustivité, il convient de faire également une brève mention des dispositions nationales générales, qui seront traitée plus en détail ci-après.

En **Allemagne**, la responsabilité en matière de prospectus est régie par les articles 8 à 12 de la loi sur les prospectus relatifs aux valeurs mobilières (*Wertpapierprospektgesetz* ou *WpPG*)¹⁴. En particulier, l'article 9 de la *WpPG* permet à l'acquéreur d'une valeur mobilière sur la base d'un prospectus faux ou trompeur de réclamer des dommages-intérêts à deux catégories de défendeurs qui sont conjointement et solidairement responsables : d'une part, les personnes qui ont assumé la responsabilité du prospectus¹⁵ et d'autre part, les personnes qui ont pris l'initiative de l'émission du prospectus¹⁶. Le même article 9 de la *WpPG* prévoit deux modalités de réparation alternatives des dommages-intérêts, selon que l'acquéreur des valeurs mobilières affectées les détient encore ou non. L'article 12 de la *WpPG* énonce les moyens de défense dont dispose le défendeur, qui peut prouver qu'il n'était pas conscient du caractère défectueux de l'information et que cette ignorance n'était pas due à une négligence grave. En outre, cette disposition précise les cas dans lesquels la responsabilité n'est pas engagée, par exemple lorsque l'information défectueuse n'a pas contribué à la baisse du prix des titres.

Toutefois, outre ce régime spécial, les dispositions ordinaires du Code civil allemand en matière de responsabilité civile peuvent toujours trouver à s'appliquer. En particulier, l'investisseur lésé peut se prévaloir de l'article 826 du Code civil allemand, qui impose une responsabilité pour les comportements intentionnels et contraires aux bonnes mœurs ou de l'article 823, paragraphe 2, du Code civil allemand, applicable en cas de violation intentionnelle d'une disposition, dès lors que ladite disposition est considérée comme protégeant les intérêts de la personne lésée¹⁷, comme par exemple l'escroquerie en matière d'investissement prévue à l'article 264 du Code pénal allemand. En revanche, la violation par négligence de l'article 6 du règlement prospectus n'engage pas la responsabilité délictuelle au sens de l'article 823, paragraphe 2, du Code civil allemand.

¹⁴ *Wertpapierprospektgesetz* (ci-après, « *WpPG* ») du 22 juin 2005 (BGBl. I S. 1698). Il convient de noter que cette responsabilité à l'égard du prospectus couvre également les rapports financiers publiés en relation avec (ou dans) le prospectus. V. POELZIG D., KANZLER M., *Kapitalmarktinformatiionshaftung bei fehlerhaften Unternehmensabschlüssen*, dans HACHMEISTER D., KAHLE H., MOCK S. (eds.), *Rechtsfragen der Kommunikation fehlerhafter Unternehmensabschlüsse*, Otto Schmidt, 2023, p. 195.

¹⁵ Il s'agit des personnes qui ont assumé publiquement la responsabilité du prospectus, comme celles qui l'ont signé. Voir HABERSACK M., paragraphe 28. *Prospekthaftung*, dans HABERSACK M., MÜLBERT P., SCHLITT M. (eds.), *Handbuch der Kapitalmarktinformatiion*, Beck, 3^e éd., 2020, p. 888.

¹⁶ Il s'agit de personnes qui, même sans assumer publiquement la responsabilité du prospectus, ont un intérêt économique dans celui-ci et ont influencé son élaboration. Voir HABERSACK M., paragraphe 28. *Prospekthaftung*, dans HABERSACK M. et al., op. cit., note 13, p. 889. Il convient de noter que les membres du conseil d'administration et les professionnels sont généralement réputés ne pas avoir un tel intérêt économique personnel dans l'émission. Voir D. A. VERSE, Germany, dans CONAC P.-H., GELTER M. (eds.), *Global Securities Litigation and Enforcement*, Cambridge University Press, 2019, p. 376.

¹⁷ Voir HABERSACK M., p aragraphe 28. *Prospekthaftung*, dans HABERSACK M. et al., op. cit., note 13, 900 - 901.



En **Italie**, la responsabilité en matière de prospectus est régie par l'article 94(5)-(9) de la loi financière consolidée (*Testo Unico della Finanza* ou *TUF*)¹⁸. Conformément à cette disposition, un investisseur qui s'est raisonnablement fié à la véracité et à l'exhaustivité des informations contenues dans le prospectus peut intenter une action en dommages-intérêts contre l'émetteur ou l'offreur, le garant et contre ceux ayant assumé la responsabilité de certaines parties du prospectus. Le défendeur peut toutefois échapper à sa responsabilité s'il peut démontrer qu'il a fait preuve de la diligence requise.

Outre ce régime spécial, une série de dispositions générales de responsabilité sont applicables, notamment pour étendre la responsabilité au-delà des défendeurs visés à l'article 94 du *TUF*. Tout d'abord, la disposition de droit commun relative à la responsabilité extracontractuelle prévue à l'article 2043 du Code civil italien est applicable en raison de sa formulation très large¹⁹. En outre, la personne lésée peut s'appuyer sur d'autres dispositions tirées du droit des sociétés pour rechercher la responsabilité des administrateurs (article 2395 du Code civil italien), des commissaires aux comptes (article 2407 du Code civil italien) ou des auditeurs (article 15 du décret législatif 39/2010), là encore sur un fondement extracontractuel²⁰.

En **Espagne**, le régime spécial de responsabilité en matière de prospectus est réparti entre l'article 38 de la loi 6/2023 du 17 mars 2023²¹ - qui fixe le cadre général - et les articles 69 à 74 du décret royal 814/2023 du 8 novembre²², qui précisent le régime applicable de manière plus détaillée. En particulier, l'article 38(2) de la loi 6/2023, lu conjointement avec l'article 73 du décret royal 814/2023, dispose que les détenteurs (*titulares*) de titres achetés de bonne foi à la suite d'une information fausse ou omise dans un prospectus peuvent demander une indemnisation pour tous les dommages subis. Une liste de personnes responsables est incluse dans l'article 38(1) de la loi 6/2023 et les conditions de leur responsabilité sont énoncées aux articles 69 à 72 du décret royal 814/2023. En outre, l'article 74 du décret royal 814/2023 prévoit une défense de diligence raisonnable pour la personne potentiellement responsable.

¹⁸ Decreto Legislativo du 24 février 1998, n° 58, *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* (ci-après, « *TUF* »).

¹⁹ Si la nature juridique de la responsabilité du prospectus en Italie est aujourd'hui généralement considérée comme délictuelle, un débat a eu lieu dans le passé sur la question de savoir si cette responsabilité pouvait également être interprétée comme étant de nature contractuelle (Voir GIUDICI P., Italy, dans BUSCH D. et al., *op. cit.*, note 6, p. 506 – 508). La nature extracontractuelle a prévalu, entre autres, en considération de l'absence de négociation entre les investisseurs potentiels et l'émetteur (voir l'arrêt de principe *Tessival c. Intesa Sanpaolo*, Cour de cassation italienne, arrêt du 11 juin 2010, n° 14056).

²⁰ FERRARINI G. et GIUDICI P., Italy, dans CONAC P.-H. et al., *op. cit.*, note 14, p. 458.

²¹ Ley 6/2023 de 17 de Marzo de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.

²² Real Decreto 814/2023, de 8 de noviembre, sobre instrumentos financieros, admisión a negociación, registro de valores negociables e infraestructuras de mercado.



Ce cadre juridique doit être complété par la jurisprudence qui a défini un régime spécial de responsabilité étroitement aligné sur le régime général de responsabilité civile prévu à l'article 1902 du Code civil espagnol²³.

Les **Pays-Bas** sont le seul pays, parmi nos pays de référence, où le régime spécial de responsabilité applicable aux prospectus n'a pas été introduit ou au moins remanié à la suite de la directive Prospectus. En effet, le régime applicable est celui du droit de la consommation, issu de la transposition de la directive sur la publicité trompeuse²⁴ et de la directive sur les pratiques commerciales déloyales²⁵. Par conséquent, c'est la qualification de l'investisseur en tant que consommateur ou professionnel qui régit l'application de l'un ou l'autre de ces régimes alternatifs. En particulier, les investisseurs qualifiés de consommateurs peuvent se prévaloir du régime des pratiques commerciales déloyales en vertu des articles 6:193a à 6:193j du Code civil néerlandais, tandis que les investisseurs professionnels s'appuieront sur le régime des publicités trompeuses régi par les articles 6:194 à 6:196 du Code civil néerlandais²⁶.

Ainsi, ces régimes s'appliquent si le comportement des parties défenderesses peut être qualifié soit de pratique commerciale déloyale (si le plaignant est un consommateur), soit d'annonce publique trompeuse (si le plaignant est un professionnel) dans l'exercice d'une profession ou d'une activité. Ces conditions ne semblent pas poser de problèmes particuliers. En fait, les activités de l'émetteur, des chefs de file et des cogérants ou des membres du syndicat de placement, de l'actionnaire vendeur et de l'auditeur de l'émetteur sont normalement reconnues comme des activités entrant dans le champ d'application des dispositions en question²⁷. En outre, l'agent de cotation que les sociétés souhaitant être cotées sur *Euronext Amsterdam* doivent employer est également considéré comme un défendeur potentiel²⁸. La différence entre les deux régimes crée toutefois la possibilité que, dans la même affaire, le résultat pour les deux types de plaignants diffère²⁹.

²³ Voir REDONET SANCHEZ DEL CAMPO J., Spain, dans BUSCH D. et al., op. cit., note 6, p. 521 - 522, donnant des informations sur le débat doctrinal passé quant à la nature contractuelle ou délictuelle de la responsabilité en matière de prospectus.

²⁴ Directive 84/450/CEE sur la publicité trompeuse (JO L 250 du 19.09.1984 p. 17). La mise en œuvre de cette directive a entraîné la suppression du régime spéciale néerlandais de responsabilité en matière de prospectus introduit en 1928 ; en particulier, étant donné que l'objectif d'un prospectus est de vendre des titres, il a été considéré comme une forme de publicité. Voir FRANX J.P., The Netherlands, dans BUSCH D. et al., op. cit., note 6, p. 539.

²⁵ Directive 2005/29/CE relative aux pratiques commerciales déloyales des entreprises vis-à-vis des consommateurs dans le marché intérieur (JO L 149 du 11.6.2005, p. 22).

²⁶ Voir FRANX J.P., The Netherlands, dans BUSCH D. et al., op. cit., note 6, 539.

²⁷ Ibid., 543 - 547.

²⁸ Voir FRANX J.P., Prospectusaansprakelijkheid, dans BUSCH D., LIEVERSE K. et VAN DER VELDEN J.W. (éds.), *Leerboek Financieel Recht, Ars Aequi Libri*, 2021, paragraphe 11.

²⁹ Ibid., paragraphe 4.



Plus généralement, il est admis que les investisseurs n'entrant pas dans le champ d'application des régimes spéciaux peuvent toujours avoir recours au régime général de responsabilité civile en vertu de l'article 6:162 du Code civil néerlandais.

Au **Royaume-Uni**, où la responsabilité en matière de prospectus est législativement prévue depuis 1890³⁰, le régime actuel est contenu dans l'article 90 de la loi sur les services et marchés financiers, le *Financial Services Markets Act (FSMA)*³¹. Cette disposition dispose que la personne responsable d'un prospectus est civilement responsable vis-à-vis des acquéreurs de valeurs mobilières ayant subi une perte en raison d'une déclaration fausse ou trompeuse incluse dans le prospectus³². En outre, le *Schedule 10* du *FSMA* détaille le régime applicable, par exemple en précisant que le défendeur peut échapper à sa responsabilité en faisant valoir qu'il a mis en œuvre une diligence raisonnable³³.

L'article 5.3 du *Prospectus Regulation Rule* contient un niveau de détail supplémentaire, en établissant notamment une liste des personnes responsables du prospectus, lesquelles sont généralement considérées comme les personnes civilement responsables³⁴. Ces personnes peuvent varier selon que le prospectus concerne des titres de capital ou d'autres types de titres. Dans les deux cas, les personnes responsables sont l'émetteur et les personnes qui ont accepté la responsabilité du prospectus ou autorisé son contenu. Si l'offreur ou la personne qui demande l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé est différent de l'émetteur, cette personne est également responsable. Il en va de même pour les administrateurs de l'offreur ou de la personne qui demande l'admission de valeurs mobilières à la négociation si ces derniers sont différents de l'émetteur.

2.1.1.2 - Le rôle résiduel des dispositions nationales générales en matière de responsabilité civile

Comme nous l'avons vu, en ce qui concerne la responsabilité sur le marché primaire, tous les pays ont introduit ou se sont appuyés sur des régimes spéciaux pour traiter les particularités de la responsabilité au regard du prospectus. Néanmoins, la responsabilité sur le marché primaire peut toujours être fondée sur les dispositions nationales générales en matière de responsabilité civile, ayant un champ d'application plus large. Un investisseur lésé par une fausse déclaration contenue dans un prospectus peut donc décider d'invoquer soit le régime spécifique des prospectus, soit la disposition plus générale en matière de responsabilité civile prévue par le droit national.

³⁰ Notamment par le *Directors Liability Act* (53 & 54 Vict. Cap. 64.) du 18 août 1890.

³¹ *Financial Services and Markets Act 2000* du 14 juin 2000, (ci-après, « *FSMA* »).

³² Il convient de préciser que la responsabilité prévue à l'article 90 de la *FSMA* s'applique également aux omissions d'informations devant figurer dans le prospectus.

³³ *Schedule 10 FSMA*.

³⁴ Voir *MCMEEL G., United Kingdom*, dans *BUSCH D. et al., op. cit., note 6, p. 588*, estimant qu'il est peu probable que les tribunaux imposent une responsabilité à des personnes autres que celles énumérées dans la règle du règlement sur les prospectus.



Nous allons ainsi donner un aperçu des dispositions de droit commun applicables dans les différents pays en matière extracontractuelle, en précisant les conditions de leur application résiduelle au prospectus – l’application au marché secondaire sera abordée plus loin.

Nous présenterons tout d’abord les pays dont les régimes généraux de responsabilité civile ont vocation à s’appliquer très largement, à savoir l’Italie et l’Espagne. Ensuite, l’aperçu portera sur les droits allemand et néerlandais, dont les règles générales de responsabilité civile sont enfermées dans des limites dictées soit par le degré d’intention requis, soit par la portée protectrice de la disposition violée. Enfin, nous aborderons le Royaume-Uni, dont la *common law* ne prévoit pas de clause délictuelle générale, mais s’appuie sur des cas spécifiques de comportement illicite (*torts*).

En **Italie** comme en **Espagne**, la responsabilité civile repose sur des dispositions très larges en matière de responsabilité civile. Les exigences énoncées à la fois dans l’article 2043 du Code civil italien³⁵ et dans l’article 1902 du Code civil espagnol³⁶ sont analogues et se recoupent avec celles des articles 1240 et 1241 du Code civil français. En particulier, ces dispositions exigent que ceux qui créent un dommage par leur action ou leur omission soient tenus de le réparer. Compte tenu de leur formulation très large, il apparaît aisément que ces dispositions ont vocation à s’appliquer pratiquement à tout fait dommageable – notamment, est visée toute action ou omission, volontaire ou négligente – pour autant que certaines conditions soient remplies.

En ce qui concerne plus particulièrement l’**Italie**, la doctrine et la jurisprudence ont conclu à l’applicabilité, outre de la disposition générale sur les délits de l’article 2043 du Code civil italien, d’un certain nombre d’autres régimes de responsabilité typiques du droit des sociétés. Ces derniers visent généralement à cibler des catégories spécifiques de défendeurs. Il s’agit de la disposition sur la responsabilité personnelle des administrateurs prévue à l’article 2395 du Code civil italien et de la responsabilité des promoteurs pour fausses déclarations prévue à l’article 2339 du Code civil italien (cette dernière étant très peu appliquée en pratique). En outre, une série de dispositions relatives à la responsabilité en matière d’information financière peuvent jouer un rôle : notamment, l’article 2407 Code civil italien relativement à la responsabilité des commissaires aux comptes (*sindaci*)³⁷, l’article 15 du décret législatif 39/2010 relativement aux auditeurs, et l’article 154-bis TUF relativement au manager chargé de préparer les rapports financiers des émetteurs cotés en bourse.

En ce qui concerne l’**Allemagne**, il convient tout d’abord de noter que le droit national ne prévoit pas de clause générale de responsabilité civile mais est régi en principe par la théorie de la relativité aquilienne, laquelle soumet l’application des règles de responsabilité civile à des exigences ultérieures. Deux dispositions sont plus particulièrement pertinentes.

³⁵ Sur la responsabilité civile en droit italien, voir en général TRIMARCHI P., *La responsabilità civile: atti illeciti, rischio, danno*, Giuffrè, 3^e édition, 2021.

³⁶ Sur la responsabilité civile en droit espagnol, voir REGLERO CAMPOS J. et BUSTO LAGO J. (éds.), *Tratado de Responsabilidad Civil*, Tomo I, Aranzadi, 2014, p. 71 et s.

³⁷ Voir FERRARINI G. et GIUDICI P., *Italy*, dans CONAC P.-H. et al., *op. cit.*, note 14, p. 454.



D'une part, on trouve l'article 826 du Code civil allemand³⁸. Cette disposition – qui impose une responsabilité à toute personne qui inflige un dommage à autrui – est en réalité assez stricte quant à ses exigences. En effet, pour que l'article 826 s'applique, le comportement dommageable doit être intentionnel et contraire aux bonnes mœurs (*sittenwidrig*), si bien que la responsabilité pour négligence n'est pas admissible et que le comportement dommageable doit atteindre un certain seuil d'immoralité. Ces exigences augmentent considérablement la difficulté d'intenter une action fructueuse en vertu de cette disposition. Toutefois, ce régime général présente un avantage intéressant par rapport au régime spécial en matière de prospectus, dans la mesure où il permet d'étendre la responsabilité aux administrateurs et dirigeants sociaux de l'émetteur³⁹.

La deuxième disposition pertinente est l'article 823, paragraphe 2, du Code civil allemand, qui régit le régime de responsabilité en cas de violation intentionnelle ou par négligence d'une disposition légale⁴⁰. Toutefois, son applicabilité est limitée, puisqu'elle ne permet une indemnisation que si la norme violée visait à protéger les intérêts individuels de la personne qui a subi le dommage, de sorte que la violation d'une disposition visant simplement à protéger un intérêt général ne peut donner lieu à responsabilité. Il convient toutefois de noter que la Cour fédérale de justice a jugé, dans la plupart des affaires, que les dispositions du droit des marchés de capitaux ne constituent pas des lois de protection au sens de l'article 823, paragraphe 2, du Code civil allemand. En outre, la violation par négligence n'est admise que dans la mesure où la disposition violée le prévoit. Si ces deux exigences constituent des limitations notables, il faut noter cependant que l'article 823 du Code civil allemand offre quand même l'avantage de pouvoir engager une responsabilité par négligence, tandis que l'article 826 du Code civil allemand n'est applicable qu'en cas de comportement intentionnel.

Le droit des **Pays-Bas** semble fusionner une clause générale de responsabilité civile avec une limitation fondée – à l'instar de l'article 823(2) du Code civil allemand – sur la portée protectrice des normes violées. En effet, l'article 6:162 du Code civil néerlandais impose une responsabilité à la personne qui a causé un dommage à une autre personne si ce dommage a été causé intentionnellement ou par négligence. Toutefois, le droit à réparation n'existe que si la « *condition de relativité* » prévue à l'article 6:163 du Code civil néerlandais est satisfaite, à savoir si la norme violée était destinée à protéger contre le type spécifique de dommage s'étant produit dans le cas d'espèce.

Dans le domaine des marchés des capitaux cependant, la limitation due à l'exigence de relativité ne semble pas poser de problème particulier aux plaignants. En fait, des dispositions telles que

³⁸ En ce qui concerne la responsabilité civile pour les dommages intentionnels en vertu de l'article 826 du Code civil allemand, voir MARKESINIS B., BELL J. et JANSSEN A. (éds.), *Markesinis's German Law of Torts*, Hart, 2019, 5^e éd., p. 78 et s.

³⁹ V. POELZIG D., Germany, dans BUSCH D., LEHMANN M. (éds.), *Prospectus Liability Rules in Europe and Beyond*, Oxford University Press, 2025, p. 43.

⁴⁰ Sur la responsabilité civile pour violation d'une norme de protection en vertu de l'article 823(2) du Code civil allemand, voir MARKESINIS B. et al., *op. cit.*, note 36, p. 72 et s.



celles du règlement Prospectus, de la directive Transparence ou du règlement Abus de marché sont généralement interprétées comme ayant pour objectif, entre autres, la protection des investisseurs. Si les juridictions continentales examinées ci-dessus disposent toutes, à quelques différences près, de dispositions générales en matière de responsabilité civile, la *common law* du **Royaume-Uni** repose sur un principe différent. En effet, la *common law* anglaise n'envisage pas de disposition générale en matière de responsabilité civile, mais s'appuie sur des figures délictuelles typiques, des délits civils particuliers (les *torts*⁴¹) : un comportement dommageable donné ne peut donner lieu à indemnisation que s'il peut être rattaché à un *tort*. Le *tort of deceit* et le *tort of negligence* sont particulièrement importants dans le domaine de l'information financière défectueuse.

Le *tort of deceit* s'applique lorsque le défendeur a fait une fausse déclaration concernant un fait existant⁴². Toutefois, il est nécessaire que le défendeur ait su que la déclaration était fausse et qu'il l'ait faite dans l'intention que le demandeur agisse en se fiant à l'information défectueuse. Ici, l'intention comprend également la *recklessness*, c'est-à-dire le fait de ne pas se soucier de la véracité ou de la fausseté d'une déclaration. Ainsi, la simple insouciance (ou négligence) ne suffit pas pour conclure à l'existence d'un délit civil. Par conséquent, si le défendeur croyait sincèrement que la déclaration était vraie, il n'encourra aucune responsabilité⁴³. Il est en outre nécessaire que le demandeur se soit fié à la fausse déclaration à son propre détriment (*reliance*)⁴⁴. En outre, une omission ne suffirait pas à déclencher l'application de tel *tort*. Le caractère restrictif de ces conditions était déjà évident pour le législateur britannique en 1890, ce qui a conduit à l'introduction d'un régime de responsabilité en matière de prospectus permettant d'intenter une action pour négligence.

La négligence peut toutefois suffire en vertu du bien nommé *tort of negligence*, qui s'applique lorsqu'un dommage a été causé par un manquement à une obligation de diligence - en d'autres termes, par le fait que le défendeur n'a pas respecté une norme applicable au cas d'espèce⁴⁵. Cependant, pour que cette responsabilité soit engagée, il est nécessaire que le défendeur ait eu une obligation de diligence (*duty of care*) envers le demandeur. Étant donné l'existence d'un régime spécial pour les prospectus défectueux, le *tort of negligence* a été particulièrement utilisé en ce qui concerne les informations fournies sur le marché secondaire. À cet égard toutefois, la jurisprudence a interprété de manière restrictive l'obligation de diligence dans

⁴¹ Voir TETTENBORN A. et JONES M. (éds.), *Clerk and Lindsell on Torts*, Sweet and Maxwell, 2023, 24^e édition, p. 15.

⁴² La configuration du *tort of deceit* a été précisée dans l'affaire historique *Derry v. Peek*, 1889 WL 10221 (H. L. 1889).

⁴³ Voir DAVIES P., *Davies Review of Issuer Liability: Final Report by Professor Paul Davies QC*, juin 2007 (ci-après, « *Davies Final Report* »), p. 10, paragraphe 8.

⁴⁴ Voir DEAKING S. et ADAMS Z., *Markesinis and Deakin's Tort Law*, Oxford University Press 2019, 8^e édition, p. 453 et s.

⁴⁵ Voir TETTENBORN A. et al., *op. cit.*, note 39, p. 381. Pour une discussion sur l'applicabilité du *tort of negligence* dans le contexte des marchés des capitaux, voir BENG TZEN M., *EU and UK investment disclosure liability: at cross purposes?*, *Capital Markets Law Journal*, Vol. 11, n° 3, 2016, p. 430 et s.



l'arrêt de principe *Caparo*⁴⁶ : dans cette affaire, la Chambre des Lords a estimé que les auditeurs n'avaient un devoir de diligence qu'à l'égard des actionnaires (et encore pas de façon générale), et non à l'égard des tiers. La Chambre des Lords a ainsi rejeté l'action d'une société acquéreuse qui avait fondé son évaluation du prix de l'offre sur les rapports financiers validés par les auditeurs. Les auditeurs seront toutefois tenus pour responsables s'ils ont expressément assumé une responsabilité à l'égard d'une personne et d'une transaction spécifiques. Il est donc, dès lors, assez difficile pour les investisseurs lésés de se prévaloir du *tort of negligence*.

2.1.2 - Responsabilité civile sur le marché secondaire

En ce qui concerne la responsabilité sur le marché secondaire, les dispositions générales continuent de prévaloir. En effet, elles restent souvent le seul régime invocable en ce qui concerne les informations publiques défectueuses, dans la mesure où la plupart des États n'ont pas établi de régimes spéciaux propres à la responsabilité sur le marché secondaire. Le contraste est donc frappant avec la responsabilité en matière de prospectus.

Le fait que les règles générales de responsabilité civile constituent le seul recours possible a des implications importantes. En effet, les clauses générales de responsabilité civile peuvent s'avérer mal adaptées aux spécificités des marchés financiers. Trois exigences font généralement difficulté : la charge de la preuve, la nécessité de prouver que l'on s'est fié à l'information défectueuse, ainsi que nature de la faute (intention ou négligence). Dans un contexte marqué par des problèmes d'asymétrie d'information comme celui des marchés de capitaux, la nécessité de satisfaire à ces exigences selon leur conception traditionnelle peut rendre illusoire la protection théoriquement offerte par le droit général de la responsabilité civile aux investisseurs lésés.

Dans nos pays de référence, les régimes de responsabilité civile applicables sur le marché secondaire doivent être distingués selon que les informations mensongères ont été publiées dans des rapports financiers requis en vertu de la directive Transparence (2.1.2.1) ou qu'elles ont été diffusées sur le marché à la suite d'une violation du règlement Abus de marché (2.1.2.2). Dans ce dernier cas, les informations erronées peuvent être contenues dans des informations ad hoc, ou résulter d'une manipulation du marché.

2.1.2.1 - Responsabilité civile au regard des rapports financiers requis en vertu de la directive Transparence

Tout au long de la période pendant laquelle des titres sont négociés, il est important de fournir au marché des informations actualisées sur la situation financière de l'émetteur. À cette fin, la directive

⁴⁶ Voir *Caparo* [1990] 1 All E R 568, HL.



Transparence impose aux sociétés cotées une obligation de publication permanente des données financières, qui comprend les rapports financiers annuels et semestriels⁴⁷. L'obligation de divulgation est également rendue effective par une disposition relative à la responsabilité civile pour les informations divulguées dans les rapports financiers. En particulier, à l'instar de ce qui est prévu pour les prospectus, l'article 7 de la directive Transparence dresse une liste des personnes responsables pour les informations à publier conformément à la directive et exige des États membres qu'ils veillent à ce que leur régime de responsabilité civile soit applicable aux rapports financiers. Les États membres disposent donc d'une grande marge de manœuvre quant à la mise en œuvre de ces indications sommaires du législateur européen⁴⁸. En effet, ils ne sont pas obligés de créer un régime spécifique pour traiter les rapports financiers défectueux, tant qu'un régime de responsabilité civile au sein de leur ordre juridique national peut s'appliquer⁴⁹.

Les juridictions étudiées n'ont pas ressenti le même besoin d'adopter un régime de responsabilité civile spécifique pour les rapports financiers défectueux, contrairement à ce qui s'est produit pour les prospectus. En effet, trois sur cinq pays ont estimé que leurs dispositions générales en matière de responsabilité civile pouvaient garantir le respect de leurs obligations au titre de l'article 7 de la directive Transparence.

En fait, seuls l'Espagne et le Royaume-Uni ont introduit législativement un régime spécial axé sur les rapports financiers défectueux. En revanche, l'Allemagne, l'Italie et les Pays-Bas s'appuient entièrement sur les règles ordinairement applicables en matière de responsabilité civile, que nous avons examinées dans le chapitre précédent. Ainsi, l'analyse suivante se concentrera d'abord sur les régimes légaux de l'Espagne et du Royaume-Uni, pour ensuite évaluer comment les règles générales de responsabilité sont appliquées spécifiquement aux rapports financiers défectueux en Allemagne, en Italie et aux Pays-Bas.

En **Espagne**, la responsabilité civile en matière de rapports financiers est régie par l'article 104 de la Ley 6/2023 de 17 de *Marzo de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión*. En particulier, l'article 104(2) de la loi citée établit la règle de base, prévoyant que l'émetteur et ses administrateurs sont responsables de tous les dommages causés par les informations contenues dans le rapport annuel ou semestriel. La disposition ajoute un critère de matérialité pour ces informations, puisque

⁴⁷ La directive Transparence prévoit l'obligation de divulgation des données financières en vertu de l'article 4 pour les rapports annuels et en vertu de l'article 5 pour les rapports financiers semestriels.

⁴⁸ Voir RINGE W.-G., *Comment to article 7 of the Transparency Directive*, dans LEHMANN M. et al., *op. cit.*, note 9, p. 1136.

⁴⁹ Voir RINGE W.-G., *Comment to article 7 of the Transparency Directive*, dans LEHMANN M. et al., *op. cit.*, note 9, p. 1136. Il convient de noter que l'ESMA a mené un mapping exercise pour vérifier comment les dispositions de la directive Transparence ont été mises en œuvre. Voir ESMA, *Mapping of the Transparency Directive - Options, Discretions and «Gold-plating»*, ESMA/2011/194, 7 juillet 2011.



la responsabilité peut s'engager dans la mesure où les informations pertinentes ne reflètent pas une « *image fidèle* » (*imagen fiel*) de la situation de l'émetteur. En ce qui concerne les demandeurs, il est précisé que la disposition peut être invoquée par les détenteurs de titres (*titulares*).

En partant de ces indications sommaires, un règlement devra fixer les détails du régime, à l'instar de ce qui a été fait pour le régime de responsabilité en matière de prospectus⁵⁰.

Au **Royaume-Uni**, le régime applicable aux informations défectueuses contenues dans les rapports financiers est défini à l'article 90A du *FSMA*. Cette disposition synthétique a été introduite spécifiquement pour assurer la conformité de l'ordre juridique britannique avec l'article 7 de la directive Transparence, qui exige que les États membres mettent en place des régimes de responsabilité en ce qui concerne les informations périodiques communiquées au marché⁵¹. L'article 90A du *FSMA* impose une responsabilité à l'émetteur pour les pertes causées par des informations défectueuses contenues dans les rapports financiers⁵². En outre, cette disposition s'applique également aux omissions malhonnêtes et aux retards malhonnêtes dans la publication des informations requises. Ce régime permet de ne tenir responsable que l'émetteur et est le seul applicable aux informations financières défectueuses, puisque tout autre régime de responsabilité potentiellement disponible est expressément exclu⁵³. Toutefois, les administrateurs peuvent voir leur responsabilité civile engagée par l'émetteur⁵⁴.

Cette disposition synthétique est élargie par le *Schedule 10A* du *FSMA*, qui détaille le régime cadre. Elle précise notamment que le cercle de ceux qui peuvent demander des dommages-intérêts comprend les investisseurs qui ont acheté, continué à détenir ou vendu les titres en se fiant à l'information défectueuse⁵⁵. Toutefois, les investisseurs doivent démontrer que cette confiance était raisonnable à la lumière des circonstances entourant leurs décisions d'investissement. Pour que l'émetteur soit jugé responsable, un test différent s'applique en fonction du type de comportement mis en place par l'émetteur : l'intention ou la *recklessness* est requise pour les déclarations inexactes positives, tandis que la malhonnêteté est nécessaire en cas d'omissions ou de retards⁵⁶. En particulier, ces éléments sont évalués par rapport aux personnes exerçant des responsabilités dirigeantes au sein

⁵⁰ Article 104(1)-(2) de la Ley 6/2023 de 17 de Marzo de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.

⁵¹ Voir DAVIES P., *Liability for misstatements to the market*, *Capital Markets Law Journal*, Vol. 5, n° 4, 2010, p. 444.

⁵² Comme nous le verrons plus loin, la même disposition s'applique également aux informations ad hoc défectueuses.

⁵³ Voir DAVIES P., art. préc., note 49, p. 449.

⁵⁴ *Ibid.*

⁵⁵ L'extension du régime spécial aux détenteurs d'instruments financiers a été fortement débattue. Néanmoins, étant donné que l'exigence du lien de causalité s'applique, les seules personnes qui pourront bénéficier du régime seront les « détenteurs actifs », à savoir ceux qui peuvent prouver qu'ils ont conservé les instruments financiers sur la base de l'information défectueuse. V. PROROK J., *La responsabilité civile sur les marchés financiers*, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 581, 2019, p. 261 - 262.

⁵⁶ La preuve de la malhonnêteté s'avère très exigeante, puisque le critère de malhonnêteté adopté en vertu de la Schedule 90A du *FSMA* suit celui applicable en droit pénal. V. DAVIES P., art. préc., note 49, p. 449.



de l'émetteur⁵⁷. En outre, afin de clarifier le champ d'application, la disposition précise qu'elle s'applique à toute information mise à disposition par des moyens reconnus.

Longtemps considérée comme difficile à appliquer dans la pratique, l'article 90A du *FSMA* n'a été mis en œuvre que récemment. En effet, le premier litige dans lequel elle a été invoquée concerne l'acquisition par Hewlett Packard de la société de logiciels Autonomy. En l'espèce, l'acquéreur avait déterminé le prix d'acquisition offert pour les actions de la société cible sur la base des rapports financiers de cette dernière, dont il s'est avéré par la suite qu'ils étaient défectueux⁵⁸. Cette affaire servira de base à l'examen de la disposition en cause dans le présent rapport.

Comme précisé précédemment, toutes les autres juridictions n'ont pas opté pour l'élaboration d'un régime légal spécifique, mais se sont appuyées sur des règles plus générales, dont les spécifications sont exposées dans les paragraphes suivants.

En **Allemagne**, le législateur a décidé de ne pas transposer les exigences de la directive Transparence par des dispositions légales spécifiques. Étant donné que le législateur a eu plusieurs occasions d'intervenir dans ce domaine et qu'il s'est abstenu de le faire, la lacune législative doit être considérée comme volontaire⁵⁹. Par conséquent, d'autres régimes spéciaux - tels que celui applicable aux informations *ad hoc* - ne peuvent être utilisés par analogie⁶⁰.

Les dispositions du Code civil allemand s'appliquent donc à la place. L'article 826 - qui autorise l'indemnisation en cas de préjudice intentionnel et contraire aux bonnes mœurs - et l'article 823, paragraphe 2 - qui s'applique également en cas de préjudice intentionnel ou de négligence lorsque la disposition violée a un objectif de protection vis-à-vis de la partie lésée - s'appliquent. Plus précisément, ils peuvent être utilisés pour engager la responsabilité des administrateurs et de l'émetteur, étant donné que les actes des administrateurs engagent la responsabilité de la société en vertu de l'article 31 du Code civil allemand⁶¹.

Pour que l'article 826 puisse être invoqué, l'intention des administrateurs d'infliger un dommage aux défendeurs doit être prouvée, de même que la contrariété aux bonnes mœurs d'un tel comportement dommageable. Pour ce dernier point, une simple violation de la loi n'est pas suffisante, mais le comportement de la personne potentiellement responsable doit être caractérisé plus précisément ;

⁵⁷ *Schedule 90A(3)(2)-(3) FSMA*.

⁵⁸ *High Court of Justice - Business and Property Courts of England and Wales - Business List, ACL Netherlands B.V. (as successor to Autonomy Corporation Limited) et al. v. Michael Richard Lynch et al., [2022] EWHC 1178 (Ch)*.

⁵⁹ *La nature volontaire de la lacune législative a été soulignée par la Cour fédérale de justice allemande dans l'affaire IKB, qui concernait un communiqué de presse. Voir BGH v. 13.12.2011 - XI ZR 51/10 - IKB, BGHZ 192, 90, 96 f. = AG 2012, 209.*

⁶⁰ *Voir POELZIG D., KANZLER M., Kapitalmarktinformationshaftung, dans HACHMEISTER D. et al., op. cit., note 12, p. 198 - 199.*

⁶¹ *Ibid.*, p. 200, soulignant également que l'émetteur disposera d'une action contre les administrateurs.



la doctrine indique par exemple qu'il peut y avoir immoralité lorsque la publication de rapports financiers défectueux visait à influencer le cours des titres⁶².

L'article 823, paragraphe 2, présente l'avantage considérable de pouvoir être invoquée même en cas de négligence. Toutefois, cette disposition exige également que le dommage soit dû à la violation d'une disposition ayant une portée protectrice à l'égard d'une personne spécifique. La question est donc de savoir si les règles d'information financière peuvent être interprétées comme ayant pour objectif la protection de personnes données telles que les investisseurs⁶³. La réponse est controversée et il n'existe pas de jurisprudence définitive sur ce point⁶⁴. En général, cependant, on considère qu'elles sont posées exclusivement dans l'intérêt public. Pour surmonter cette limitation, certains auteurs proposent de tirer parti du principe d'effectivité du droit européen pour déduire une cause d'action implicite de la directive Transparence⁶⁵.

Enfin, dans le contexte des rapports financiers, il convient de noter que la question de la responsabilité des auditeurs est particulièrement pertinente. Récemment, l'affaire *Wirecard* a renforcé le débat en Allemagne. En général, on considère que l'article 826 du Code civil allemand - applicable en cas de préjudice intentionnel contraire aux bonnes mœurs - permet d'engager la responsabilité des auditeurs⁶⁶. Toutefois, la possibilité d'une responsabilité au titre de l'article 823, paragraphe 2, du Code civil allemand doit être appréciée au cas par cas pour chaque disposition régissant la communication d'informations comptables. La question doit être examinée en tenant compte de la protection que l'obligation correspondante de fournir des informations comptables apporte aux intérêts individuels des investisseurs. Les tribunaux ne se sont pas encore prononcés sur cette question. Cependant, l'affaire *Wirecard* est susceptible de conduire à une décision de la BGH.

En **Italie**, la responsabilité pour les rapports financiers défectueux est qualifiée de délictuelle, du moins depuis un arrêt de principe rendu par la Cour de cassation en 1984⁶⁷. Elle est considérée comme fondée sur la disposition générale relative aux délits de l'article 2043 Code civil italien et sur la précision apportée par l'article 2049 du Code civil italien. Cette dernière disposition étend

⁶² Voir SEULEN G., paragraphe 29. *Haftung für fehlerhafte Sekundärmarktpublizität*, dans HABERSACK M. et al., op. cit., note 13, p. 981.

⁶³ Pour un résumé des normes qui peuvent être qualifiées de protectrices, voir SCHMOLKE K.U., *Civil Liability of the Company and its Directors for False Financial Statements under German Law*, 2017, disponible sur SSRN, p. 19-20. L'auteur reconnaît en outre une certaine réticence de la jurisprudence à qualifier ces normes de protectrices car cela ouvrirait la porte à des plaintes pour négligence.

⁶⁴ En faveur de la qualification des règles sur l'information financière comme normes de protection, voir SEULEN G., paragraphe 29. *Haftung für fehlerhafte Sekundärmarktpublizität*, dans HABERSACK M. et al., op. cit., note 13, p. 971 et s.

⁶⁵ Voir POELZIG D., KANZLER M., *Kapitalmarktinformationshaftung*, dans HACHMEISTER D. et al., op. cit., p. 199.

⁶⁶ Voir POELZIG D., KANZLER M., *Kapitalmarktinformationshaftung*, dans HACHMEISTER D. et al., op. cit., p. 201.

⁶⁷ Cour de Cassation italienne, arrêt du 3 décembre 1984, n° 6300.



la responsabilité aux mandants pour les faits dommageables commis par leurs agents, de sorte que l'émetteur peut être tenu responsable au titre de l'activité de l'auditeur.

En outre, plusieurs autres dispositions peuvent concourir à atteindre plus spécifiquement des défendeurs supplémentaires. En particulier, les administrateurs de l'émetteur peuvent être tenus pour responsables au moyen de l'article 2395 du Code civil italien, tandis que les commissaires aux comptes relèvent du champ d'application de l'article 2407 Code civil italien⁶⁸. En ce qui concerne les auditeurs, leur responsabilité est désormais confirmée par l'article 15 du décret législatif 39/2010.

Enfin, le régime de la responsabilité des administrateurs s'applique également au dirigeant chargé d'établir les rapports financiers des émetteurs côtés, comme le prévoit l'article 154-bis (6) du TUF⁶⁹. Il est intéressant de noter que la même règle s'applique au dirigeant chargé de préparer les rapports sur le développement durable exigés par la directive sur la publication d'informations en matière de durabilité⁷⁰. Il apparaît donc que les informations ESG seront soumises au même régime de responsabilité que les rapports financiers.

Aux **Pays-Bas**, les investisseurs lésés par des rapports financiers défectueux peuvent poursuivre l'émetteur en vertu de la clause générale de responsabilité délictuelle de l'article 6:162 du Code civil néerlandais. Cela est possible car les règles comptables peuvent être interprétées comme protégeant les investisseurs, satisfaisant ainsi à l'exigence de l'article 6:163 du Code civil néerlandais. En outre, la responsabilité des membres du conseil d'administration est engagée sur le fondement de l'article 2:139 du Code civil néerlandais, qui permet aux tiers de demander réparation des dommages causés par des rapports financiers trompeurs⁷¹. Enfin, il est considéré que les auditeurs qui ont vérifié les rapports financiers défectueux pourraient également faire l'objet d'une action en responsabilité délictuelle en vertu de la clause générale de responsabilité délictuelle de l'article 6:162 du Code civil néerlandais⁷².

2.1.2.2 - Responsabilité civile pour violation du règlement Abus de marché

Pour garantir l'intégrité des marchés de capitaux contre les abus de marché, le législateur européen a adopté le règlement Abus de marché. En ce qui concerne la responsabilité civile, ce règlement adopte une approche différente de celle exprimée dans le règlement Prospectus et la directive Transparence.

⁶⁸ FERRARINI G. et GIUDICI P., Italy, dans CONAC P.-H. et al., op. cit., note 14, p. 458.

⁶⁹ Soutenant que la responsabilité de ces dirigeants devrait être limitée aux violations de leurs obligations procédurales en fournissant les attestations demandées et ne pourrait pas être étendue aux questions relatives au contenu des rapports financiers, voir NEGRI-CLEMENTI A., Articolo 154-bis, dans FRATINI M. et GASPARRI G., *Il Testo Unico della Finanza*, Vol. 2, UTET, 2012, p. 2128.

⁷⁰ Directive (UE) 2022/2464 en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises (JO L 322 du 16.12.2022, p. 15-80), « CSRD ».

⁷¹ Voir LENNARTS L. et ROEST J., The Netherlands, dans CONAC P.-H. et al., op. cit., note 14, p. 493 - 494.

⁷² Ibid., p. 494.



En effet, ces deux dernières lois, outre un ensemble détaillé de règles prescriptives imposant des obligations aux émetteurs, ont également mandaté les États membres de mettre en place un régime de responsabilité civile en cas de manquement à ces obligations. Ce n'est pas le cas du règlement Abus de marché.

Notoirement, le règlement Abus de marché harmonise les obligations et les interdictions et, dans une certaine mesure, les sanctions administratives. En ce qui nous concerne, nous nous intéressons plus particulièrement à deux dispositions du règlement Abus de marché. D'une part, à l'obligation de publier des informations privilégiées au moyen de déclarations *ad hoc*, comme le prévoit l'article 17 du règlement cité. D'autre part, à l'interdiction des manipulations de marché fondées sur l'information, prévue à l'article 15 du même règlement. Lorsque ces dispositions sont enfreintes, il est probable qu'une information défectueuse s'ensuive, avec le risque de porter préjudice aux investisseurs.

Pourtant, le règlement Abus de marché ne contient aucune disposition traitant des conséquences en termes de responsabilité civile de la violation de ces dispositions. Parfois, on a tenté de combler cette lacune apparente en soutenant que le principe de l'*effet utile* du droit communautaire exige de déduire un droit d'action (*cause of action*) du règlement Abus de marché, même si cet acte est silencieux sur la question. Toutefois, ce débat interprétatif n'a pas abouti à des résultats concluants et la doctrine est toujours divisée⁷³. Les États membres ont donc eu toute latitude pour concevoir - le cas échéant - les régimes de responsabilité civile applicables aux violations du règlement en question⁷⁴.

En ce qui concerne les informations défectueuses qui découlent des violations du règlement Abus de marché, il convient de faire la distinction entre l'obligation de publier des déclarations *ad hoc* (1) et l'interdiction de manipuler le marché sur la base d'informations (2).

(1) Responsabilité civile pour les informations *ad hoc* mensongères

Le règlement Abus de marché définit notamment les règles relatives à la publication d'informations privilégiées, qui doivent être communiquées promptement au marché. En particulier, lorsqu'un émetteur est concerné par une information privilégiée, il est tenu, en vertu de l'article 17 du règlement Abus de marché de rendre cette information publique dès que possible. Cette disposition

⁷³ En ce qui concerne les abus de marché, voir en faveur VEIL R., *Private Enforcement in European Capital Markets Law*, dans GSELL B., MÖLLERS T.M.J. (éds.), *Enforcing Consumer and Capital Markets Law: The Diesel Emissions Scandal*, Intersentia, 2020, p. 405 et s. Contra THOMALE C., *Appendix to art. 30 MAR – Private Enforcement*, dans KALSS S., OPPITZ M., TORGLER U. et WINNER M. (éds.), *EU Market Abuse Regulation, A Commentary on Regulation EU n° 596/2014*, 2021, p. 365 et s.

⁷⁴ Voir THOMALE C., *Appendix to article 30 MAR*, dans KALSS S. et al., *op. cit.*, note 71, p. 361 et s.



visent notamment à prévenir les comportements abusifs exploitant des informations non divulguées, tels que les opérations d'initiés, et à garantir l'égalité d'accès à l'information pour le public des investisseurs⁷⁵.

Ces flux d'informations sont habituellement décrits comme des informations *ad hoc*, afin de rendre compte du fait qu'ils sont fournis en dehors du cadre des informations périodiques. Une information déclenche une telle obligation de divulgation de la part de l'émetteur lorsqu'elle atteint le niveau de matérialité précisé par la définition d'« *information privilégiée* » en vertu de l'article 7 du règlement Abus de marché. Toutefois, l'émetteur peut retarder la publication de l'information privilégiée lorsque certaines conditions sont remplies⁷⁶. Cette exemption s'applique lorsqu'une divulgation immédiate porterait préjudice aux intérêts légitimes de l'émetteur, que le retard n'induirait pas en erreur le public investisseur et que l'émetteur est en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information.

Comme le règlement Abus de marché ne précise pas si un régime de responsabilité civile doit s'appliquer en cas de violation à ses dispositions, les législateurs nationaux sont libres de façonner comme ils l'entendent les règles nationales en matière de responsabilité civile en cas de diffusion d'informations *ad hoc* fausses ou trompeuses.

Face à la liberté totale quant à la responsabilité civile à appliquer dans ces cas, seulement deux des juridictions qui nous occupent ont prévu l'application d'un régime spécial. En particulier, l'Allemagne a élaboré un régime spécifiquement adapté aux déclarations *ad hoc* défectueuses, tandis qu'au Royaume-Uni, cette responsabilité est régie par le même régime que celui applicable aux rapports financiers défectueux. Les trois autres juridictions, en revanche, s'appuient sur des dispositions plus générales en matière de responsabilité civile. Nous allons maintenant examiner les régimes spéciaux de l'Allemagne et du Royaume-Uni, puis les régimes généraux applicables en Italie, en Espagne et aux Pays-Bas.

L'**Allemagne** est le seul État à avoir élaboré *ex novo* une disposition législative régissant la responsabilité civile en cas d'informations *ad hoc* défectueuses. Ces règles figurent aux articles 97 et 98 de la loi sur le commerce des valeurs mobilières (*Wertpapierhandelsgesetz* ou *WpHG*)⁷⁷, qui s'appliquent respectivement au cas où la violation consiste en l'omission de la publication d'une information privilégiée et au cas où elle consiste en la publication d'une information fausse.

Si une information *ad hoc* n'est pas publiée dans les délais, c'est l'article 97 de la *WpHG* qui s'applique. Dans ce cas, l'émetteur doit réparer la perte causée à un tiers par ce manquement dans

⁷⁵ Voir KALSS S. et HASENAUER C., Article 17 : *Public Disclosure of Inside Information*, dans KALSS S. et al., *op. cit.*, note 71, p. 206 - 207.

⁷⁶ Article 17(4) du règlement Abus de marché.

⁷⁷ *Wertpapierhandelsgesetz* du 26 juillet 1994 (ci-après, « *WpHG* »).



deux cas. Premièrement, si l'investisseur a acheté le titre après le défaut de publication⁷⁸ et s'il le détient toujours lorsque l'information privilégiée est connue. Deuxièmement, si l'investisseur a acheté le titre avant que naisse l'obligation de diffuser l'information privilégiée et l'a vendu après l'omission d'informer le public. Ainsi, l'investisseur aura qualité pour agir s'il a acheté à un prix trop élevé ou vendu à un prix trop bas pendant la période au cours de laquelle le prix des titres a été perturbé⁷⁹. La disposition prévoit également les moyens de défense dont dispose l'émetteur, lequel peut prouver que l'absence de publication n'était ni intentionnelle ni due à une négligence grave⁸⁰.

En revanche, si l'émetteur divulgue une information *ad hoc* défectueuse, l'article 98 de la *WpHG* prévoit un régime différent. Dans ce cas, pour que le droit à l'indemnisation prenne naissance, il est nécessaire que l'investisseur se soit fié à l'information fautive : dans le cas d'un défaut de publication, le législateur n'a pas retenu cette exigence, en considérant qu'il ne peut y avoir de confiance en l'absence d'une information positive. En application de l'article 98 de la *WpHG*, il est ainsi nécessaire que l'investisseur ait acheté le titre après la publication et qu'il détienne toujours le titre après la révélation de la fausseté, ou qu'il ait acheté le titre avant la publication et qu'il ait vendu le titre avant la révélation de la fausseté. Comme dans le cas de l'article 97 de la *WpHG*, cette formulation garantit que l'investisseur aura qualité pour agir s'il a acheté à un prix exagéré ou vendu à un prix trop bas pendant la période au cours de laquelle le prix des titres a été perturbé⁸¹. La disposition permet à l'émetteur d'échapper à sa responsabilité s'il prouve qu'il n'était pas au courant de la fausseté ou que son ignorance n'était pas le résultat d'une négligence grave⁸².

L'article 97, paragraphe 4, et l'article 98, paragraphe 4, de la *WpHG* prévoient expressément que d'autres régimes de responsabilité pour fait intentionnel sont applicables. Tel est le cas, de manière évidente, de l'article 826 du Code civil allemand⁸³. Au contraire, l'article 823 (2) du Code civil allemand, relatif à la responsabilité pour violation intentionnelle ou par négligence d'une disposition de protection, est généralement considéré comme inapplicable⁸⁴, dans la mesure où

⁷⁸ Plus précisément, l'article 97 de la *WpHG* fait référence à l'événement qui déclenche l'information privilégiée.

⁷⁹ Voir HELLGARDT A., Abschnitt 12. Haftung für falsche und unterlassene Kapitalmarktinformationen (paragraphe 97–98 *WpHG*), dans ASSMANN H.-D., SCHNEIDER U.H. et MÜLBERT, P. O., *Wertpapierhandelsrecht: Kommentar WpHG MAR PRIIP MiFIR Leerverkaufs-VO EMIR*, Vol. 2, Otto Schmidt, 2023, p. 4153.

⁸⁰ En outre, l'action échoue si l'investisseur avait connaissance de l'information privilégiée lors de l'achat (avant le défaut de publication) ou de la vente (après le défaut de publication) du titre V., plus précisément l'article 97(3) de la *WpHG*.

⁸¹ Voir HELLGARDT A., Abschnitt 12, dans ASSMANN H.-D. et al., op. cit., note 77, p. 4153. En d'autres termes, en raison de l'« exigence de transaction » (*Transaktionserfordernis*), les investisseurs qui ont simplement conservé leurs titres (ou se sont abstenus d'acheter) sur le fondement d'informations erronées ne sont pas couverts par la disposition. Il convient toutefois de noter que la Cour suprême fédérale allemande a indiqué que les personnes qui ont renoncé à un achat planifié démontrable sur la base d'informations défectueuses seraient autorisées à intenter une action en vertu de l'article 826 du Code civil allemand. Voir HELLGARDT A., Abschnitt 12, dans ASSMANN H.-D. et al., op. cit., note 77, p. 4150.

⁸² L'action n'est pas recevable si l'investisseur avait connaissance de la fausseté de l'information privilégiée.

⁸³ Pour des références à la jurisprudence admettant l'application de l'article 826 du Code civil allemand à la violation des règles relatives à la publication d'informations privilégiées, voir PROROK J., op. cit., note 53, p. 212, note 15.

⁸⁴ Pour des références à la doctrine et à la jurisprudence excluant l'application de l'article 823 du Code civil allemand à la violation des règles relatives à la publication d'informations privilégiées, voir PROROK J., op. cit., note 53, p. 212, note 14. L'inapplicabilité peut également être soutenue de manière interprétative sur le fondement de l'article 26, paragraphe 3, phrase 2, de la *WpHG*.



les dispositions du règlement Abus de marché ne sont pas considérées comme protégeant les investisseurs individuels, mais plutôt comme visant à garantir l'intégrité du marché⁸⁵.

Le **Royaume-Uni** prévoit également un régime spécial de responsabilité en cas d'informations *ad hoc* défectueuses. Les dispositions applicables sont les mêmes que celles applicables aux rapports financiers, à savoir l'article 90A et la *Schedule 10A* du *FSMA*. Compte tenu de ce chevauchement, nous renvoyons le lecteur à l'exposé du régime de responsabilité pour les rapports financiers défectueux *supra*. Nous nous limitons à remarquer qu'en ce qui concerne les informations *ad hoc*, le champ d'application couvre toutes les déclarations faites par l'intermédiaire d'un service d'information réglementé tel que défini dans la disposition. Cette inclusion garantit que les déclarations frauduleuses faites en l'absence d'une obligation de divulgation donnent lieu à une responsabilité ; en d'autres termes, l'application du régime est déclenchée par l'utilisation d'un moyen de diffusion et non par le fait que l'information devait être divulguée conformément aux dispositions du règlement Abus de marché⁸⁶.

Il convient également de noter que ce régime, initialement applicable aux seuls rapports financiers, a été étendu aux informations *ad hoc* en 2010 à la suite d'une révision de la politique législative⁸⁷. Cette extension a été justifiée par trois raisons principales. Tout d'abord, les informations divulguées *ad hoc* doivent parfois être incluses successivement dans les rapports financiers. Dans ce cas, le maintien de deux régimes de responsabilité différents aurait conduit à une certaine confusion. En effet, la responsabilité pour les rapports financiers aurait été limitée à la violation intentionnelle, tandis que la responsabilité pour les informations *ad hoc* aurait pu être fondée sur la négligence, conformément aux règles de la *common law*⁸⁸. Notamment, cela aurait conduit à un régime de responsabilité plus strict pour les informations *ad hoc*, dont la préparation doit se faire dans un court délai, que pour les rapports financiers, dont l'élaboration peut être organisée⁸⁹. Deuxièmement, les émetteurs auraient trouvé déroutant d'être soumis à un régime de responsabilité différent en fonction de la disposition législative qui a finalement exigé la divulgation en question. Troisièmement et enfin, il a été considéré qu'il n'y avait aucune raison de principe de soumettre des communications présentant de telles similitudes à des régimes de responsabilité différents.

⁸⁵ Voir SEULEN G., paragraphe 29. *Haftung für fehlerhafte Sekundärmarktpublizität*, dans HABERSACK M. et al., *op. cit.*, note 13, p. 958.

⁸⁶ Voir DAVIES P., article préc., note 49, p. 448.

⁸⁷ La révision de politique législative à laquelle nous faisons référence a été menée par le Professeur Paul Davies sur commande du Ministère de l'Économie et des Finances (HM Treasury) et a notamment donné lieu à deux documents principaux : le *Davies Review of Issuer Liability – Liability for misstatements to the market: A discussion paper by Professor Paul Davies QC* (ci-après, « *Davies Discussion Paper* »), puis un document final, nommé *Davies Review of Issuer Liability: Final Report by Professor Paul Davies QC* (ci-après, « *Davies Final Report* »).

⁸⁸ *Davies Discussion Paper*, préc., note 85, paragraphe 81.

⁸⁹ *Ibid.*



Si l'Allemagne et le Royaume-Uni s'appuient sur des dispositions légales spécifiques, les trois autres pays qui nous concernent s'appuient sur leurs dispositions générales respectives en matière de responsabilité civile. En particulier, en **Italie**, les investisseurs lésés par des déclarations *ad hoc* défectueuses peuvent invoquer la disposition générale en matière de responsabilité délictuelle prévue à l'article 2043 du Code civil italien ainsi que d'autres régimes de responsabilité plus spécifiques issus du droit des sociétés. Ces derniers comprennent notamment l'article 2395 du Code civil italien, qui permet d'étendre la responsabilité délictuelle conjointe et solidaire aux administrateurs de l'émetteur⁹⁰.

En ce qui concerne l'**Espagne**, la clause générale de responsabilité civile, prévue à l'article 1902 du Code civil espagnol et typique des régimes s'étant inspirés du droit français, trouvera à s'appliquer⁹¹.

Enfin, aux **Pays-Bas** également, les investisseurs pourront se prévaloir de la clause générale de responsabilité civile prévue à l'article 6:162 en combinaison avec l'article 6:163 du Code civil néerlandais, comme le montre la jurisprudence. Par exemple, le tribunal de district d'Utrecht a tenu tant la banque Fortis que son PDG responsables de ne pas avoir fourni une déclaration *ad hoc* alors que celle-ci était exigée⁹².

(2) Responsabilité civile pour manipulation de marché par diffusion d'information

Afin de favoriser l'intégrité du marché et l'exactitude des mécanismes de formation des prix, l'article 15 du règlement Abus de marché interdit les manipulations de marché, qui peuvent consister en plusieurs types d'activités définies à l'article 12 du même règlement. D'une manière générale, on distingue habituellement les manipulations de marché fondées sur les échanges et celles fondées sur l'information, en fonction des moyens adoptés pour fausser le cours d'une valeur mobilière donnée. Conformément au champ d'application du présent rapport, nous nous concentrerons sur les manipulations de marché par diffusion d'informations fausses ou trompeuses.

Comme nous l'avons déjà souligné, le règlement Abus de marché ne dit rien sur les conséquences en termes de responsabilité civile d'une violation de ses dispositions. Les législateurs nationaux ont donc toute latitude pour déterminer si - et comment - les investisseurs peuvent obtenir réparation des dommages causés par une manipulation de marché. Il est à noter qu'aucun des pays examinés n'a adopté de régime spécial de responsabilité pour les manipulations de marché. C'est donc la seule forme d'information défectueuse traitée dans le présent rapport qui n'a pas suscité de réaction législative de la part des législateurs des juridictions qui nous occupent.

Malgré l'absence de toute codification d'un régime de responsabilité spécifique, la question de l'indemnisation des dommages causés par ce type d'abus de marché a été débattue dans toutes les juridictions qui nous concernent. En particulier, la discussion s'est concentrée sur la question de savoir si les dispositions générales ou ordinaires en matière de responsabilité délictuelle devaient s'appliquer.

⁹⁰ Voir THOMALE C., Appendix to article 30 MAR, dans KALSS S. et al., op. cit., note 71, p. 379.

⁹¹ Ibid.

⁹² Voir Kortekaas c.s. / Fortis, Tribunal d'instance d'Utrecht, arrêt du 15 février 2012 (JOR 2012/243). Voir aussi LENNARTS L. et ROEST J., The Netherlands, dans CONAC P.-H. et al., op. cit., note 14, p. 491 - 492.



Dans toutes les juridictions qui nous occupent, il est généralement admis que les abus de marché peuvent faire l'objet d'une indemnisation, à l'exception du Royaume-Uni. L'Italie, l'Espagne et les Pays-Bas, en particulier, considèrent que leurs dispositions générales ou ordinaires en matière de responsabilité civile sont tout à fait applicables. C'est également le cas en Allemagne, avec une précision importante. En effet, en Allemagne il n'est pas contesté qu'un abus de marché intentionnel peut donner lieu à une indemnisation. En revanche, la question de savoir si une violation par négligence peut également donner lieu à une indemnisation est débattue. Afin de mieux comprendre les spécificités de chaque juridiction, nous présentons ci-dessus un bref aperçu des règles applicables.

En ce qui concerne les pays qui adoptent une disposition générale en matière de responsabilité civile, comme l'**Italie** et l'**Espagne**, tout dommage dû à une manipulation du marché peut être traité respectivement en vertu de l'article 2043 du Code civil italien et de l'article 1902 du Code civil espagnol.

Aux **Pays-Bas**, la jurisprudence accorde une indemnisation pour les dommages causés par la manipulation du marché en faisant application des articles 6:162 et 6:163 Code civil néerlandais. Ces dernières, qui requièrent que la norme violée ait une fonction protectrice vis-à-vis le plaignant, ont par exemple permis l'indemnisation des investisseurs lésés par les informations trompeuses diffusées par la banque *Fortis*⁹³. En effet, les normes punissant ou empêchant les fausses déclarations ont été interprétées comme ayant une fonction protectrice à l'égard des investisseurs. Par ailleurs, la jurisprudence considère que, non seulement l'émetteur, mais aussi ses administrateurs peuvent être tenus pour responsables sur ce fondement⁹⁴.

En **Allemagne**, la disposition relative aux délits intentionnels contre les bonnes mœurs, prévue à l'article 826 du Code civil allemand, est considérée comme applicable⁹⁵. Toutefois, la seule violation de l'article 12 du règlement Abus de marché ne suffit pas. Il doit également y avoir une répréhensibilité particulière de l'acte. Cela serait envisageable si l'auteur du fait dommageable avait tiré un profit personnel de la violation.

L'applicabilité de la violation intentionnelle ou par négligence d'une disposition de protection en vertu de l'article 823, paragraphe 2, du Code civil allemand fait l'objet d'un débat. En fait, comme nous l'avons déjà vu, il n'est pas clair si l'interdiction de la manipulation du marché a une portée protectrice à l'égard des investisseurs individuels ou si elle est uniquement posée dans l'intérêt

⁹³ *Ibid.*, p. 493.

⁹⁴ Voir BUSCH D., *The private law effect of the EU market abuse regulation*, *Capital Markets Law Journal*, 2019, Vol. 14, n° 3, p. 297.

⁹⁵ Voir FOERSTER M., paragraphe 31. *Haftung für sonstige fehlerhafte Informationsversorgung*, dans HABERSACK M. et al., *op. cit.*, note 13, p. 1043 et s.



public⁹⁶. Toutefois, dans la récente affaire concernant le rachat de Volkswagen/Porsche, les tribunaux allemands ont exprimé l'avis que les interdictions d'abus de marché ne visent pas à protéger les investisseurs individuels et ne peuvent donc pas fonder une action basée sur la négligence⁹⁷.

Au **Royaume-Uni**, la jurisprudence a affirmé qu'il n'existait pas de *cause of action* pour obtenir une compensation pour abus de marché en vertu du règlement Abus de marché⁹⁸, confirmant ainsi la conclusion à laquelle on était déjà parvenu dans le cadre de la précédente directive Abus de marché⁹⁹. Certains auteurs sont sceptiques quant à la possibilité de reconnaître un tel droit d'action à l'avenir. Ils soulignent notamment que les tribunaux ont refusé de reconnaître de tels droits lorsque d'autres voies de recours étaient disponibles. Étant donné qu'en matière d'abus de marché, le droit britannique prévoit des sanctions administratives et, dans une certaine mesure, des mécanismes compensatoires tels que des ordonnances de restitution, on peut affirmer qu'il est peu probable qu'une indemnisation pour abus de marché soit jamais autorisée au Royaume-Uni sur le fondement de la responsabilité délictuelle¹⁰⁰.

2.2 - L'exigence du lien de causalité

Le fondement usuel de la responsabilité civile dans les juridictions étudiées peut être décrit comme nécessitant la réunion de quatre caractéristiques principales, à savoir un fait dommageable (l'information défectueuse), la faute du défendeur, le préjudice de l'investisseur, et un lien de causalité entre le fait dommageable et le préjudice invoqué¹⁰¹.

⁹⁶ Voir VEIL R., *Private Enforcement*, dans GSELL B., et. al., op. cit., note 71, p. 411 et s. Voir également FOERSTER M., paragraphe 31. Haftung, dans HABERSACK M. et al., op. cit., note 13, p. 1044 et s.

⁹⁷ Voir LAMANDINI M. et RAMOS MUÑOZ D., *Courts and the Law of Liability for Misstatements in Securities Offerings*, dans LAMANDINI M. et RAMOS MUÑOZ D. (éds.), *Finance, Law, and the Courts: Financial Disputes and Adjudication*, Oxford University Press, 2023, p. 272.

⁹⁸ Voir *Burford v London Stock Exchange* ([2020] EWHC 1183 (Comm)), spéc. paragraphes 166 - 171. En particulier, la Cour a examiné si une violation du règlement Abus de marché pouvait être considérée comme un « euro-tort » en application de la doctrine adoptée par la Cour de justice européenne dans l'affaire *Antonio Muñoz y Cia SA et al. c. Frumar Ltd et al.* (C-253/00). Elle a exclu cette possibilité, compte tenu du fait que le règlement Abus de marché se limite à confier aux seuls régulateurs nationaux la tâche de réagir aux violations du même règlement. Voir paragraphe 168 du jugement.

⁹⁹ Voir *Hall v Cable and Wireless Plc* ([2009] EWHC 1793 (Comm)).

¹⁰⁰ Voir SORABJI J., *Enforcing Consumer and Capital Markets Law in England and Wales*, dans GSELL B., et. al., op. cit., note 71, p. 139.

¹⁰¹ De ces quatre traits communs aux systèmes juridiques des pays examinés, l'analyse a révélé que l'existence d'un défaut d'information est celui qui est le moins discuté. Cela s'explique notamment par la valeur probante des décisions de sanction administrative prises par les autorités des marchés financiers. En fait, dans plusieurs pays, l'existence d'une information défectueuse peut être prouvée en produisant des décisions de sanction à l'encontre des émetteurs. Par exemple, en Italie, la Cour d'appel de Milan, dans un jugement concernant la responsabilité civile de Saipem pour information défectueuse, a explicitement décrit les sanctions administratives émises par la Consob - l'autorité italienne des marchés financiers - comme une « preuve privilégiée » (*prova privilegiata*) des faits constatés dans la décision. Voir Cour d'appel de Milan, arrêt du 19 octobre 2023, *Anchor Series Trust et al v. Saipem*, dans *Le Societa*, 5/2024, p. 599. En ce qui concerne l'Espagne, dans l'affaire *Bankia*, le Tribunal suprême a validé les conclusions des juridictions inférieures fondées, entre autres, sur les sanctions imposées à l'auditeur qui avait expertisé les informations financières incluses dans le prospectus. Tribunal suprême espagnol, chambre civile, arrêt du 3 février 2016, 24/2016, *Fundamentos de derecho*, Septimo, paragraphe 1. La pertinence des sanctions administratives prononcées par l'AFM - l'autorité des marchés financiers des Pays Bas - en tant que « tremplin » pour l'établissement de la responsabilité civile est soulignée par LENNARTS L. et ROEST J., *The Netherlands*, dans CONAC P.-H. et al., op. cit., note 14, p. 515.



Parmi les traits communs aux systèmes juridiques des pays figurant dans l'étude, il apparaît que l'exigence de causalité est la source d'une certaine complexité. Il est en effet admis que la preuve de cet élément constitue l'un des plus grands obstacles pour les investisseurs qui tentent d'établir la responsabilité civile d'un défendeur. Notre analyse a révélé un consensus de principe sur le fait qu'il n'y a pas de distinction particulière entre le marché primaire et le marché secondaire en ce qui concerne l'application de l'exigence de causalité. Il peut toutefois y avoir des différences dans le type de causalité requis en référence à une information défectueuse donnée. Dans cette optique, le rapport examine le lien de causalité en général, en ne faisant référence à un type spécifique d'information défectueuse que lorsque cela s'avère nécessaire.

Notamment, le concept de causalité dans le contexte de la responsabilité des marchés financiers a la particularité d'avoir une double dimension afin couvrir les deux éléments distincts de la transaction et du préjudice¹⁰². Toutes les juridictions étudiées acceptent en principe cette exigence de cette façon. En particulier, l'exigence d'un lien de causalité entre l'information défectueuse et la transaction – ci-après causalité de la transaction – exprime la nécessité que l'information défectueuse ait joué un rôle dans la décision de l'investisseur d'effectuer une transaction portant sur les titres concernés par l'information défectueuse. D'autre part, l'exigence d'un lien de causalité entre l'information défectueuse et le préjudice – ci-après causalité du préjudice – fait référence à la nécessité que le préjudice subi par le demandeur soit effectivement causée par l'information défectueuse, et non par d'autres facteurs indépendants¹⁰³.

La **causalité de la transaction** permet de limiter les réclamations aux situations dans lesquelles l'information défectueuse a été déterminante pour inciter l'investisseur à s'engager dans la transaction concernée, un achat ou une vente. Toutefois, dans certains cas, le fait de continuer à détenir un titre sur la base d'une information défectueuse peut être pertinent à des fins de responsabilité civile. Dans ce cas, le concept anglo-américain de lien de causalité entre la confiance dans une information (*reliance*) et la conduite du demandeur pourrait être plus appropriée pour décrire l'application de cette exigence, puisque le fait de continuer à détenir un titre n'est pas une transaction.

En fin de compte, l'existence d'un lien de causalité entre les informations erronées et la décision de l'investisseur implique que ce dernier s'est fié aux informations erronées. Ainsi, le rapport fera parfois référence au concept de **confiance** de l'investisseur dans les informations erronées pour indiquer l'existence d'un lien de causalité.

¹⁰² Voir GELTER M., *General Report*, dans CONAC P.-H. et al., *op. cit.*, note 14, p. 64 et 73.

¹⁰³ La terminologie adoptée en Allemagne pour décrire les exigences de la causalité de la transaction et de la causalité du préjudice est particulièrement révélatrice de leur fonction respective dans l'établissement de la responsabilité d'un défendeur. En effet, la causalité de la transaction est désignée par l'expression « *haftungsbegründende Kausalität* » (causalité fondant la responsabilité), tandis que la causalité du préjudice est désignée par l'expression « *haftungsausfüllende Kausalität* » (causalité complétant la responsabilité).



D'autre part, l'exigence de **causalité du préjudice** vise à garantir que le seul dommage indemnisable est celui qui découle de l'information défectueuse. Ce critère est particulièrement important dans un domaine tel que celui des marchés de capitaux, où les prix des titres sont influencés par une multitude de facteurs, souvent difficiles à relier précisément à un mouvement de prix donné.

Tant en ce qui concerne la causalité de la transaction que celle du préjudice, des présomptions sont apparues pour faciliter la tâche de l'investisseur lésé qui tente d'établir le bien-fondé de sa demande. Parfois, ces présomptions ont été établies par le biais d'un renversement de la charge de la preuve.

Étant donné que les questions liées à l'exigence de causalité du préjudice sont traitées de manière plus détaillée dans la section sur le calcul des dommages, la partie suivante de cette section examinera le concept et les règles applicables à la causalité de la transaction (2.2.1), ainsi que la manière dont la présomption de causalité de la transaction est mise en place dans les juridictions étudiées (2.2.2).

2.2.1 - La causalité de la transaction

Comme indiqué, le lien de causalité permet de limiter la responsabilité aux cas où l'information défectueuse a eu un impact sur la décision prise par l'investisseur qui prétend avoir été lésé par l'information défectueuse. En effet, il semble injuste d'exposer l'auteur de l'information défectueuse à une responsabilité lorsque ses actions n'ont pas causé le préjudice allégué par le plaignant. Dans cette perspective, cette exigence semble agir comme un filtre contre les réclamations non fondées, par lesquelles les investisseurs qui n'ont pas fondé leur décision sur l'information défectueuse tentent de l'exploiter rétrospectivement pour échapper à l'évolution défavorable de leur investissement. Toutefois, de manière plus générale, la complexité de la satisfaction de cette condition est l'un des facteurs déterminants pour évaluer dans quelle mesure les investisseurs peuvent réellement tirer parti d'un régime de responsabilité civile.

Il n'est pas surprenant que l'exigence d'un lien de causalité entre l'information défectueuse et la transaction ne soit pas interprétée de manière identique dans les juridictions étudiées. Même au sein de chaque juridiction, différentes formes de causalité de la transaction sont exigées en relation avec différents types d'informations défectueuses. En outre, même la qualité de l'investisseur (particulier ou professionnel) peut jouer un rôle dans la manière dont l'exigence est prise en compte. Cependant, certaines tendances générales peuvent être identifiées. Tout d'abord, cette forme de causalité peut être qualifiée de directe ou d'indirecte, selon que l'investisseur a fondé sa décision d'investissement sur l'information défectueuse elle-même ou sur un autre élément qui est à son tour influencé par l'information défectueuse.

En vertu, d'une part, de l'approche fondée sur une **causalité de la transaction de façon directe**, le demandeur doit prouver qu'il a lu ou perçu lui-même l'information défectueuse. Selon cette



approche, l'investisseur doit prouver qu'il avait connaissance de l'information défectueuse et que cette connaissance l'a conduit à prendre la décision d'investissement en question. Il s'agit là de l'interprétation la plus stricte de l'exigence et qui pose des obstacles redoutables au demandeur. En particulier, la satisfaction de cette exigence semble particulièrement complexe - ou à la limite irréaliste - pour les investisseurs de détail, étant donné que ces investisseurs ne lisent généralement pas les informations financières¹⁰⁴.

D'autre part, dans le cadre d'une exigence de **causalité de la transaction de façon indirecte**, il suffit que le demandeur prouve qu'il s'est fié à un élément qui a été influencé par l'information défectueuse, typiquement le sentiment général sur le marché que l'information défectueuse a créé ou le prix. Cette deuxième forme d'exigence est souvent justifiée par des théories générales, dont les plus pertinentes semblent être la doctrine allemande de l'*Anlagestimmung* ou « *climat d'investissement* » et la théorie de la fraude sur le marché développée aux États-Unis. Malgré leurs différences dogmatiques, elles reconnaissent toutes deux les vastes répercussions qu'une information défectueuse peut avoir sur les marchés financiers et le public investisseur. En outre, l'intérêt de ces doctrines est en effet de dispenser le plaignant de fournir la preuve - souvent impossible - d'avoir utilisé directement l'information défectueuse.

La doctrine de l'*Anlagestimmung* ou du « *climat d'investissement* », prévoit qu'une décision d'investissement donnée peut être fondée sur l'opinion générale du marché à l'égard d'un certain titre¹⁰⁵. En d'autres termes, elle reconnaît que l'investisseur, lorsqu'il prend ses décisions, peut simplement être influencé par l'opinion commune ou l'enthousiasme partagé par le public investisseur à l'égard d'un certain instrument financier. Certains auteurs suggèrent même que cette doctrine est devenue une caractéristique commune des régimes européens de responsabilité civile pour les prospectus¹⁰⁶. Il est intéressant de noter que, par le passé, cette théorie a été présentée comme la justification d'une présomption de causalité, comme expliqué plus en détail dans la section suivante.

Le recours à la **théorie de la fraude sur le marché** permet de considérer que l'investisseur a pris sa décision en se fondant sur le fait que le prix avait été correctement formé¹⁰⁷. Il est important de noter que cette théorie présuppose que le marché sur lequel les instruments financiers en question ont été négociés était efficient, et donc capable de fixer le prix de ces instruments financiers de

¹⁰⁴ Pour une analyse de la question, en particulier par rapport aux marchés secondaires, voir YLI-KANKAHILA H.M.K., *Moving Past Reliance – The Problem of a Reliance Requirement in Secondary Market Securities Litigation and Solutions from Select Jurisdictions*, *European Company and Financial Law Review*, 2023, Vol. 20, n° 3, p. 450 et s.

¹⁰⁵ Pour un exposé de l'évolution historique de la doctrine allemande de l'*Anlagestimmung* dans le contexte de la responsabilité en matière de prospectus et de son importance durable, voir par exemple FRANCK J.-U., *Marktordnung durch Haftung*, Mohr Siebeck, 2016, p. 500 et s.

¹⁰⁶ Voir LAMANDINI M. et RAMOS MUÑOZ D., préc., dans LAMANDINI M. et al., op. cit., note 95, p. 268.

¹⁰⁷ Voir PIJLS A., *Prospectus Liability and Causation*, *Journal of European Tort Law*, 2023, Vol. 14, n° 2., p. 191.



manière adéquate sur la base des informations disponibles à un moment donné¹⁰⁸. Cette doctrine est souvent considérée comme un moyen de réduire les obstacles auxquels se heurtent les investisseurs pour prouver le lien de causalité de la transaction. Toutefois, en Europe, les tribunaux demeurent prudents et n'adhèrent pas ouvertement à cette théorie, du moins dans la forme qui a été développée dans les litiges relatifs aux valeurs mobilières aux États-Unis.

Certains systèmes juridiques renforcent l'exigence du lien de causalité, en imposant que la confiance de l'investisseur dans l'information défectueuse ait été raisonnable. Ceci est un filtre supplémentaire contre les réclamations non fondées, mais complique clairement la tâche du demandeur. Il est d'ailleurs intéressant de noter que la jurisprudence de la Cour européenne de justice (CJUE) a peut-être implicitement reconnu la possibilité de prévoir une exigence de confiance raisonnable. En effet, elle a retenu que la confiance des investisseurs pourrait être examinée de façon différente en raison du **type d'investisseur** lésé. Le comportement des investisseurs professionnels est nécessairement différent de celui des investisseurs de détail.

L'arrêt de principe de la CJUE dans lequel ce sujet a été abordé est l'affaire de la banque espagnole **Bankia**, rendue en matière de responsabilité civile sur le marché primaire¹⁰⁹. Dans son arrêt *Bankia*, la CJUE a établi deux principes. En particulier, les investisseurs professionnels aussi bien que les investisseurs de détail sont en droit de se fier aux informations contenues dans le prospectus, puisque ce dernier est publié dans le but de sauvegarder les intérêts des investisseurs « *actuels et potentiels* »¹¹¹. Toutefois, leur position quant à la causalité de la transaction ne doit pas nécessairement être considérée comme identique. En particulier, les systèmes juridiques nationaux peuvent permettre

¹⁰⁸ Pour une discussion sur la théorie de la fraude sur le marché telle qu'elle a été développée et appliquée aux États-Unis, voir GEVURTZ F.A., *United States*, dans CONAC P.-H. et al., op. cit., note 14, p. 128 et s.

¹⁰⁹ En particulier, en vue de sa cotation, Bankia avait procédé à une offre combinée de ses actions, avec une tranche offerte aux investisseurs particuliers et une tranche ultérieure offerte aux investisseurs professionnels. Étant donné que l'offre s'adressait également aux investisseurs de détail, Bankia a dû publier un prospectus, ce qui n'aurait pas été nécessaire si l'offre n'avait été destinée qu'aux investisseurs professionnels. À la suite de la rectification des rapports financiers de Bankia, il s'est avéré que les informations contenues dans le prospectus étaient gravement inexactes et donnaient une image trompeuse de la solvabilité de la banque. Voir Tribunal suprême espagnol, chambre civile, arrêt du 1 juin 2021, n° 380/2021, *Fundamentos de derecho*, Primero, paragraphe 1.

¹¹⁰ Dans l'action en dommages-intérêts, la défenderesse Bankia alléguait que les investisseurs professionnels, n'étant pas destinataires du prospectus, ne pouvaient pas réclamer de dommages-intérêts sur la base d'un prospectus défectueux. Dans ce contexte, la Cour suprême espagnole a demandé à la CJUE de clarifier deux questions. En particulier, il s'agissait de savoir si les investisseurs professionnels et les investisseurs particuliers étaient en droit de réclamer des dommages et intérêts pour un prospectus défectueux, même si la législation espagnole dispensait les émetteurs de publier un prospectus dans le cas où l'offre était destinée à des investisseurs professionnels (placement privé). Au cas où la CJUE estimerait que les investisseurs professionnels peuvent également réclamer des dommages-intérêts pour un prospectus défectueux, la Cour suprême espagnole a posé une deuxième question. En particulier, est-ce que les tribunaux nationaux pouvaient toujours évaluer concrètement si l'investisseur institutionnel en question avait eu accès à d'autres informations que celles contenues dans le prospectus ? La CJUE a répondu positivement à ces deux questions. Voir CJUE, arrêt du 3 juin 2021, *Bankia SA contre UMAS*, affaire C-910/19, paragraphe 27 et 40.

¹¹¹ CJUE, préc., note 108, paragraphe 32-33.



aux tribunaux d'examiner les connaissances réelles des investisseurs professionnels au moment de la décision d'investissement¹¹².

À la lumière de l'arrêt *Bankia*, la question clé pour évaluer la confiance d'un investisseur professionnel est donc de savoir si celui-ci a eu accès à des sources d'information différentes ou alternatives au prospectus. S'il s'avère que ces investisseurs ont eu accès à d'autres informations, il est évident qu'il sera beaucoup plus difficile de prouver que leur confiance dans le prospectus défectueux a été raisonnable¹¹³.

Enfin, il convient de noter que dans certains cas, l'exigence de causalité de la transaction peut apparaître contradictoire. La contradiction apparaît si l'on examine l'effet de la confiance sur le comportement des investisseurs. En particulier, deux types de décisions peuvent découler de la confiance accordée à une information défectueuse¹¹⁴. L'effet le plus radical d'une information défectueuse est d'amener l'investisseur à s'engager ou pas, dans la transaction. Dans ce cas, en l'absence d'information défectueuse, la transaction n'aurait pas eu lieu.

En revanche, l'information défectueuse peut simplement avoir amené l'investisseur à conclure la transaction à des conditions différentes de celles qu'il aurait acceptées en l'absence d'information défectueuse. Ainsi, si l'investisseur affirme simplement qu'il aurait conclu la transaction à un prix différent, l'obligation de prouver l'impact de l'information défectueuse sur sa décision semble superflue¹¹⁵. Toutefois, la solution radicale consistant à supprimer l'exigence de causalité de la transaction n'est pas explicitement adoptée dans les juridictions étudiées.

Comme nous l'avons vu, l'exigence de causalité de la transaction peut prendre des formes très différentes, selon les juridictions et les contextes dans lesquels elle s'applique. Les systèmes juridiques présentent des particularités marquées.

En **Allemagne**, l'exigence de confiance directe s'applique aux informations *ad hoc* lorsque l'investisseur demande une indemnisation des pertes liées à la transaction¹¹⁶. Cette exigence, est

¹¹² *Ibid.*, paragraphe 42 et 44.

¹¹³ Une conclusion similaire a été tirée en 2009 par la Cour suprême des Pays-Bas dans l'arrêt *World Online*, dans lequel la Cour a souligné que les investisseurs professionnels possèdent un niveau d'expérience qui rend en principe plus difficile l'argument selon lequel ils ont été influencés de manière décisive par le prospectus. Voir *BUSCH D.*, article préc., note 92, p. 312, citant *World Online*.

¹¹⁴ Voir *PIJLS A.*, article préc., note 105, p. 192.

¹¹⁵ Le maintien de l'exigence de causalité de la transaction lorsque l'investisseur ne demande qu'une compensation pour les conditions préjudiciables d'une transaction (qu'il aurait conclue de toute façon) crée un obstacle probatoire important pour le demandeur et réduit la capacité globale des investisseurs à tirer parti du régime. Toutefois, l'utilisation d'une présomption de causalité de la transaction faciliterait la position de l'investisseur et atténuerait la rigidité de l'exigence en question. Pour une discussion sur ce point, voir l'aperçu des débats allemands concernant la responsabilité civile sur le marché secondaire dans *PROROK J.*, op. cit., note 53, p. 231.

¹¹⁶ Ce point est développé par *HELLGARDT A.*, Abschnitt 12, dans *ASSMANN H.-D. et al.*, op. cit., note 77, p. 4188 - 4189. La solution est radicalement différente lorsque l'investisseur demande une compensation pour la différence de prix.



justifiée par le fait que, lorsqu'il demande une restitution, l'investisseur estime être victime d'une atteinte à son libre arbitre. En d'autres termes, il n'aurait pas conclu la transaction s'il n'y avait pas eu d'informations défectueuses. Dans ce cas, la question de l'incidence de l'information défectueuse devient cruciale. Il est donc considéré que le plaignant doit pleinement prouver non seulement qu'il avait connaissance de l'information (révélée par la suite comme défectueuse) mais aussi que le contenu de l'information défectueuse a déterminé sa décision d'investir¹¹⁷.

En revanche, l'exigence de confiance indirecte est requise par le régime allemand de responsabilité civile pour les informations *ad hoc* si l'investisseur demande une compensation pour la différence de prix. Dans ce cas, il est explicitement admis que la confiance peut être basée sur le prix des instruments financiers. En fait, dans l'affaire *IKB*¹¹⁸, qui portait sur la divulgation tardive d'informations privilégiées, la Cour suprême fédérale allemande a jugé que si l'investisseur demande une compensation sous la forme d'une différence de prix, il n'a qu'à prouver que l'information défectueuse a influencé le prix des valeurs mobilières¹¹⁹. Si l'investisseur ne réclame qu'une compensation pour les conditions préjudiciables d'une transaction (qu'il aurait conclue de toute façon), la perte alléguée ne dépend pas du fait qu'il s'est fié ou non à l'information en question, mais de la dynamique des prix telle qu'elle a été influencée par l'information défectueuse¹²⁰.

Selon certains commentateurs, le droit allemand aurait parfois même codifié la doctrine de l'*Anlagestimmung* comme résultant d'une forme de confiance indirecte. Il est fait référence au régime de responsabilité en matière de prospectus, dans la mesure où l'article 12(2)2 de la *WpHG* (*Wertpapierhandelsgesetz*) ou loi sur le commerce des valeurs mobilières, dispose que le droit de réclamer une indemnisation est exclu si les valeurs mobilières n'ont pas été achetées sur la base d'un prospectus¹²¹. De même, une exigence de confiance indirecte est parfois considérée comme

¹¹⁷ La forte forme de confiance requise en Allemagne pour fonder une action en responsabilité en matière d'information *ad hoc* (du moins lorsque le demandeur réclame une indemnisation des pertes liées à la transaction) est confirmée par le refus de la jurisprudence allemande d'appliquer des facilités probatoires à de telles situations. Pour une discussion sur la manière dont la jurisprudence allemande a généralement contesté l'application de la théorie de l'*Anlagestimmung* aux informations *ad hoc*, voir PROROK J., *op. cit.*, note 53, p. 217 et 222. L'auteur rappelle en particulier que les tribunaux allemands soulignent que les informations *ad hoc* n'ont pas pour objectif de fournir aux investisseurs toutes les informations nécessaires à une décision d'investissement, mais seulement des informations ponctuelles.

¹¹⁸ Voir Cour suprême fédérale allemande (BGH), arrêt du 13 décembre 2011, XI ZR 51/10, (IKB).

¹¹⁹ Voir BGH, *préc.*, note 116, paragraphe 67. Voir aussi VERSE D.A., Germany, dans CONAC P.-H. et al., *op. cit.*, note 14, p. 387 et HELLGARDT A., Abschnitt 12, dans ASSMANN H.-D. et al., *op. cit.*, note 77, p. 4188 et 4190.

¹²⁰ Voir HELLGARDT A., Abschnitt 12, dans ASSMANN H.-D. et al., *op. cit.*, note 77, p. 4189. Voir aussi BGH, *préc.*, note 116, paragraphe 67.

¹²¹ V. HABERSACK M., paragraphe 28. *Prospekthaftung*, dans HABERSACK M. et al., *op. cit.*, note 13, p. 891. Il faut néanmoins noter que la BGH a jugé que le concept d'*Anlagestimmung* n'est plus pertinent pour discuter des questions de responsabilité en matière de prospectus, le législateur ayant désormais expressément codifié une présomption de causalité. Voir BGH, XI ZB 24/16, paragraphe 77.



applicable même lorsque le droit allemand ne prévoit pas de régime spécial de responsabilité civile, comme dans le cas de rapports financiers défectueux. En ce qui concerne ces derniers, il est jugé suffisant que le demandeur possède la confiance normale des investisseurs dans l'exactitude des informations publiées et dans le fait que le prix des titres est fondé sur ces informations correctes¹²².

Aux **Pays-Bas**, la jurisprudence a introduit la doctrine de la confiance indirecte dans l'arrêt de principe *World Online*¹²³. Dans cet arrêt, rendu sur des questions de responsabilité en matière de prospectus, la Cour a reconnu que les décisions d'investissement peuvent dépendre d'une variété de facteurs. Compte tenu de la difficulté de rattacher la décision d'investissement à une information défectueuse donnée, la Cour suprême néerlandaise a expressément adopté le concept de « *confiance indirecte* », par exemple lorsque l'investisseur s'est fié à des conseils ou à des « *opinions dominantes* » sur le marché. Ainsi, tout en maintenant l'exigence de causalité de la transaction, la Cour a déplacé l'objet de cette confiance. Selon le modèle de confiance indirecte adopté par *World Online*, l'investisseur peut être considéré comme s'étant fié non pas à l'information défectueuse elle-même, mais plutôt aux conseils ou opinions que l'on suppose avoir été formés, entre autres, sur la base de l'information défectueuse.

De même, en **Espagne** la Cour suprême a jugé, dans l'affaire *Bankia*, qu'il n'est pas nécessaire que l'investisseur ait lu le prospectus. En particulier, la Cour suprême a considéré que l'investisseur ne s'était pas fié aux informations contenues dans le prospectus, mais plutôt au prix des actions, déterminé sur la base d'informations publiées par « *ceux qui créent l'opinion sur les marchés des capitaux* »¹²⁴.

En ce domaine l'**Italie** est aussi intéressante car elle est l'une des juridictions dans lesquelles l'exigence du caractère raisonnable de cette confiance est expressément codifiée. En particulier, le régime italien de responsabilité pour un prospectus exige que l'investisseur se soit raisonnablement fié (*ragionevole affidamento*) à un prospectus défectueux¹²⁵. Malgré cette intervention législative, la doctrine et la jurisprudence ne semblent pas avoir traité ce sujet en profondeur.

Au **Royaume-Uni**, le régime spécial de responsabilité applicable aux rapports financiers défectueux et aux informations *ad hoc* en vertu de l'article 90A du FSMA¹²⁶ contient une exigence

¹²² Voir SEULEN G., paragraphe 29. Haftung für fehlerhafte Sekundärmarktpublizität, dans HABERSACK M. et al., op. cit., note 13, p. 978.

¹²³ Cour suprême des Pays-Bas, arrêt du 27 novembre 2009, (JOR 2010/43), *World Online*. En droit néerlandais, l'exigence de causalité est imposée par la doctrine du *condicio sine qua non* ordinairement applicable à la responsabilité civile délictuelle, voir V. LENNARTS L. et ROEST J., *The Netherlands*, dans CONAC P.-H. et al., op. cit., note 14, p. 489 et 495.

¹²⁴ Voir Tribunal suprême espagnol, chambre civile, arrêt du 2 juin 2022, 463/2022, *Fundamentos de derecho*, Decimocuarto, paragraphe 1, rendu sur l'affaire *Bankia*.

¹²⁵ FERRARINI G. et GIUDICI P., *Italy*, dans CONAC P.-H. et al., op. cit., note 14, p. 459.

¹²⁶ Le régime de responsabilité civile applicable aux rapports financiers défectueux et aux informations *ad hoc* est prévu à l'article 90A du FSMA.



particulièrement stricte en matière de confiance directe. Il est intéressant de noter que cette disposition contient également une codification explicite de la confiance raisonnable, qui doit être mesurée en fonction des circonstances de l'affaire en question. La première affaire dans laquelle cette disposition a été appliquée, concernant des rapports financiers défectueux, a donné lieu à des indications importantes sur la manière dont les tribunaux britanniques peuvent appliquer l'exigence de causalité de la transaction dans la pratique. L'affaire en question concernait l'achat de la société de logiciels *Autonomy* par *Hewlett Packard*. Cette dernière avait notamment affirmé avoir été incitée à acquérir *Autonomy* en raison de plusieurs informations défectueuses, dont une présentation déformée des performances financières d'*Autonomy*¹²⁷.

Pour déterminer si les demandeurs s'étaient appuyés sur ces informations financières défectueuses dans leur décision d'achat, le tribunal a estimé que seuls les éléments d'information publiés qui ont fait l'objet d'un examen spécifique peuvent fonder cette confiance. Comme le tribunal l'a dit sans ambages, « *si un document n'a pas été examiné, on ne peut pas s'y fier* »¹²⁸.

Toutefois, la Cour a veillé à ne pas restreindre excessivement les conditions permettant de conclure à l'existence de la causalité de la transaction. D'une part, la Cour a laissé la porte ouverte à un concept moins contraignant, dans la mesure où elle a admis qu'une réclamation pouvait toujours être formulée si l'impression générale créée par la combinaison des déclarations était fautive¹²⁹.

En outre, la Cour a considéré que le fait que l'information défectueuse ait eu une certaine influence sur la décision constituait une preuve suffisante de la causalité de la transaction, même si d'autres considérations ont pu être les causes prédominantes de la décision en question¹³⁰. Quant à l'exigence de confiance raisonnable, dans l'affaire *Autonomy*, la Cour a estimé qu'il s'agissait d'une question de fait, n'élaborant pas davantage sur ses éventuelles caractéristiques et ne proposant pas de règle spécifique¹³¹.

Une lecture stricte de la disposition selon laquelle la confiance doit être prouvée par l'acquéreur des titres a soulevé une question différente. En effet, dans le cas d'espèce, l'acheteur était une structure *ad hoc* (SPV), dont les administrateurs étaient différents de ceux de Hewlett Packard - l'actionnaire de contrôle de la SPV - qui avait examiné les informations et décidé de l'achat¹³². Les défendeurs

¹²⁷ *High Court of Justice - Business and Property Courts of England and Wales - Business List, ACL Netherlands B.V. (as successor to Autonomy Corporation Limited) et al. v. Michael Richard Lynch et al., Summary of Conclusions of Mr Justice Hildyard du 28 janvier 2022, paragraphes 18 et 38.*

¹²⁸ *High Court of Justice, préc, note 56, paragraphe 505.*

¹²⁹ *High Court of Justice, préc, note 56, paragraphe 506.*

¹³⁰ *Ibid.*, paragraphe 515(1)

¹³¹ *Ibid.*, paragraphe 520.

¹³² Par conséquent, l'équipe qui a reçu les informations défectueuses et décidé de l'acquisition chez HP, et la personne à laquelle les actions du SPV étaient de jure imputables étaient des personnes différentes. Voir *High Court of Justice, préc, note 56, paragraphe 490(2).*



ont donc fait valoir que le critère de la confiance n'était pas satisfait, puisque c'était l'actionnaire de contrôle qui s'était (le cas échéant) fié aux informations et non « *l'acheteur des titres* » comme l'exige l'article 90A du *FSMA*¹³³. Toutefois, le tribunal a contourné cet obstacle potentiel en soulignant que le SPV était clairement soumis à l'« *esprit de contrôle* » de son actionnaire majoritaire¹³⁴.

Dans d'autres cas, le droit anglais admet une forme indirecte de confiance, notamment basée sur le prix des actions. C'est le cas du régime spécial applicable aux prospectus défectueux en vertu de l'article 90 du *FSMA*¹³⁵. En fait, le régime anglais de responsabilité en matière de prospectus exige seulement que l'investisseur prouve que le prospectus défectueux a influencé le prix du marché¹³⁶. Ainsi, l'exigence de confiance indirecte de l'article 90 du *FSMA* est considérée comme un assouplissement de la norme de la *common law* précédemment applicable à la responsabilité en matière de prospectus, en vertu de laquelle il était nécessaire que l'auteur de la déclaration défectueuse ait eu l'intention que le destinataire s'y fie¹³⁷.

Enfin, le droit anglais exclut dans certains cas l'exigence d'un lien de causalité de l'information défectueuse avec la transaction. Notamment, l'exigence de confiance ne s'applique pas du tout en cas de retard « *malhonnête* » dans la publication d'informations obligatoires. En effet, il est considéré comme illogique de l'appliquer, puisqu'il ne peut y avoir de confiance dans une information qui n'est pas encore publique¹³⁸.

2.2.2 - La présomption de causalité de la transaction

Selon les règles générales de procédure applicables aux actions en responsabilité civile, la partie lésée, l'investisseur, a la charge de la preuve en ce qui concerne tous les éléments de la demande.

¹³³ High Court of Justice, préc., note 56, paragraphe 484.

¹³⁴ Ibid.

¹³⁵ L'exigence de causalité dans le cadre du régime en matière de prospectus est déduite de la Schedule 10A, qui permet au défendeur d'échapper à sa responsabilité en prouvant que l'investisseur savait que les informations étaient fausses ou trompeuses. Voir *MCMEEL G., United Kingdom*, dans *BUSCH D. et al., op. cit., note 6, 591*. Sur l'exigence de causalité dans le régime en matière de prospectus au Royaume-Uni, voir *CHIU I.H.-Y., United Kingdom*, dans *CONAC P.-H. et al., op. cit., note 14, p. 641*, soulignant que les questions de causalité dans ce contexte sont généralement régies par la *common law* applicable aux déclarations inexactes par négligence.

¹³⁶ Le professeur Davies appelle « *reliance* » ce qui est qualifié dans ce rapport de « confiance directe » et souligne ainsi que l'exigence d'une *reliance* directe n'est actuellement pas prévue par l'article 90 du *FSMA*. L'auteur souligne toutefois que la théorie de la fraude sur le marché s'applique, puisqu'il est toujours nécessaire de prouver que la déclaration inexacte a influencé le prix du marché. Cette dernière condition est qualifiée dans ce rapport de « confiance indirecte », puisque dans ce cas, l'investisseur ne s'est pas fié à l'information défectueuse mais au prix influencé, entre autres, par l'information défectueuse. Voir *Davies Discussion Paper, préc., note 85, paragraphes 27 et 55*.

¹³⁷ Notamment, la notion de *reliance* au sens de l'article 90 du *FSMA* est considérée comme un assouplissement de la norme applicable à la responsabilité en matière de prospectus en vertu de la *common law*. En vertu de cette dernière, il était nécessaire que l'auteur de la déclaration défectueuse ait eu l'intention que le destinataire s'y fie. Voir *Davies Final Report, préc., note 85, paragraphe 30*.

¹³⁸ Schedule 10A(5)(1). Voir également *YLI-KANKAHILA H.M.K., préc., note 102, p. 473*.



Cependant, la preuve de certaines exigences peut s'avérer extrêmement difficile ou presque impossible pour un investisseur. En particulier, la preuve de la causalité de la transaction est extrêmement difficile à apporter pour les investisseurs lésés. Cela est certainement vrai si ce qui est requis est une confiance directe, à savoir que le plaignant a perçu l'information défectueuse elle-même, mais pourrait également être un obstacle considérable dans les cas où une confiance indirecte est requise.

Pour surmonter ces difficultés et aider les investisseurs à faire valoir leurs droits, il existe deux possibilités¹³⁹. D'une part, l'exigence de causalité peut être interprétée comme n'exigeant qu'une confiance indirecte, comme nous l'avons vu plus haut. D'autre part, d'un point de vue procédural, une présomption de causalité peut être introduite, ce qui a pour effet de renverser la charge de la preuve. Bien entendu, ces deux voies différentes peuvent être adoptées l'une et l'autre, comme c'est le cas dans plusieurs des juridictions étudiées.

Compte tenu des difficultés de preuve rencontrées par les demandeurs, la disponibilité de telles facilités constitue une caractéristique importante pour rendre un régime de responsabilité civile viable et réellement applicable. En particulier, l'absence de présomption de causalité contribue à faire des règles de responsabilité civile un « *régime alibi* », puisque sans cette facilité procédurale, la possibilité pour les investisseurs d'obtenir une indemnisation peut devenir essentiellement illusoire¹⁴⁰.

En ce qui concerne plus particulièrement l'exigence de causalité de la transaction, une présomption signifie que c'est le défendeur qui doit prouver que l'investisseur ne s'est pas fié à l'information défectueuse. La présomption la plus répandue semble être celle de la causalité de la transaction, mais certains pays ont également adopté des formes de présomption de causalité du préjudice¹⁴¹.

Outre son utilité pour alléger la charge procédurale pesant sur les demandeurs, l'opportunité d'une présomption de causalité peut être justifiée par plusieurs arguments¹⁴². Ces arguments sont

¹³⁹ Voir FRANX J.P., *Prospectusaansprakelijkheid*, dans BUSCH D. et. al., *op.cit.*, note 26, paragraphe 7.

¹⁴⁰ Ce point peut être illustré par exemple par une référence à l'article 90A du FSMA, qui ne prévoit pas de présomption de causalité. Voir PROROK J., *op. cit.*, note 53, p. 263 et 265. Compte tenu des restrictions du régime anglais en ce qui concerne le lien de causalité et l'intention, il n'est pas surprenant que cette disposition n'ait été appliquée qu'une seule fois dans l'affaire *Autonomy*.

¹⁴¹ La jurisprudence espagnole adopte explicitement une **présomption de causalité du préjudice**. Voir par exemple Tribunal suprême espagnol, chambre civile, arrêt du 21 décembre 2021, 890/2021, *Fundamentos de derecho*, Quinto, paragraphe 9. Dans cet arrêt, la cour a déclaré que la perte de l'investisseur est présumée lorsque le prix d'une action baisse à la suite de la révélation du caractère mensonger l'information. Il incombe donc à la partie défenderesse de prouver que la chute du cours dépendait d'autres facteurs. En ce qui concerne le régime spécial allemand relatif aux prospectus, l'article 12, paragraphe 2, point 2, de la WpPG inclut, parmi les moyens de défense pour échapper à la responsabilité, le fait que les circonstances auxquelles l'information défectueuse faisait référence n'ont pas contribué à la baisse du prix des actions.

¹⁴² Les raisons qui sous-tendent la présomption de causalité sont développées par DAVIES P., *Damages Actions by Investors on the Back of Market Disclosure Requirements*, dans BUSCH D., AVGOULEAS E. et FERRARINI G. (éds.),



particulièrement évidents dans les affaires de prospectus, mais pourraient être étendus à d'autres formes d'informations financières. Tout d'abord, il est très peu probable que les investisseurs de détail aient lu les prospectus, ou d'ailleurs les rapports financiers. Donc toute exigence selon laquelle une lecture directe de l'information défectueuse est requise se heurte à la réalité de l'investissement de détail. En outre, les informations publiées par les émetteurs sont normalement examinées par les analystes de marché, qui constituent donc un canal permettant à ces informations d'être intégrées dans le prix des titres. Dans ce contexte, il est raisonnable de supposer que les investisseurs se sont appuyés indirectement sur les informations publiées par le biais de leur impact sur le prix du marché.

Plusieurs des juridictions étudiées ont adopté une présomption de causalité, normalement considérée comme réfutable. La manière la plus courante de créer une présomption est d'établir un renversement de la charge de la preuve, en transférant cette charge du demandeur au défendeur. Cela permet au défendeur d'échapper à sa responsabilité en prouvant soit que la transaction n'a pas été causée par l'information défectueuse, soit que la modification du prix n'est pas due à l'information défectueuse.

Les bases juridiques des présomptions de causalité peuvent varier. Si elles sont parfois codifiées dans la législation, dans la plupart des cas, elles ont été développées par la jurisprudence. Cependant, une analyse de la jurisprudence révèle que les tribunaux de différents pays ont justifié leur application de la présomption de causalité par des considérations différentes.

En **Allemagne**, le régime spécial en matière de prospectus constitue un cas clair de codification de la présomption de causalité de la transaction. En particulier, l'article 12(2)(3) de la *WpPG* dispose que la responsabilité n'est pas engagée si l'achat des valeurs mobilières n'a pas été fondé sur le prospectus. La doctrine allemande a déduit de cette défense que la causalité de la transaction est présumée¹⁴³. Il est intéressant de noter que la disposition fixe un délai pour l'application de la présomption, à savoir six mois à compter de la publication du prospectus (article 9, paragraphe 1, de la *WpPG*)¹⁴⁴.

De même, au **Royaume Uni** le régime spécial en matière de prospectus inclut une présomption de causalité en codifiant un renversement de la charge de la preuve en vertu de l'annexe 10(6) de la

¹⁴² (suite) *Capital Markets Union in Europe*, Oxford University Press, 2018, p. 325. L'auteur note en outre que même certains investisseurs professionnels, comme par exemple ceux qui font de l'index tracking, sont peu enclins à examiner réellement les informations publiées.

¹⁴³ Voir MOCK S. Germany, dans BUSCH D. et al., op. cit., note 6, p. 486. Voir également V. HABERSACK M., paragraphe 28. *Prospekthaftung*, dans HABERSACK M. et al., op. cit., note 13, p. 891.

¹⁴⁴ La pertinence temporelle d'une d'information donné par rapport à la causalité de la transaction est également examinée par V. FRANX J.P., *Prospectusaansprakelijkheid*, dans BUSCH D. et al., op.cit., note 26, paragraphe 7. L'hypothèse de départ est que l'information sur les marchés financiers dépend inévitablement du temps. Ainsi, une fois que l'information défectueuse n'est plus pertinente pour le marché, il n'est plus possible d'invoquer la confiance. En particulier, une information défectueuse peut perdre sa pertinence de deux manières: soit parce que la nature défectueuse de l'information en question est révélée, soit parce qu'une nouvelle information est publiée qui corrige l'information précédemment trompeuse. Étant donné que ces considérations se rapportent à des circonstances factuelles spécifiques, cette pertinence chronologique doit se lire comme une exigence implicite de confiance raisonnable.



FSMA. En particulier, le défendeur peut échapper à sa responsabilité s'il prouve que le demandeur a acquis les titres en question en connaissant le caractère mensonger ou trompeur de l'information.

Même en l'absence d'une base légale explicite pour l'application d'une présomption de causalité dans les régimes spéciaux nationaux, les tribunaux ont cherché autrement à justifier une telle présomption. C'est le cas des Pays-Bas, avec notamment l'affaire *World Online* déjà mentionnée¹⁴⁵. Dans l'affaire en question, la Cour suprême des **Pays-Bas** a adopté une doctrine de confiance indirecte. En outre, elle a approuvé la présomption selon laquelle les prospectus défectueux ont incité l'investisseur lésé à conclure la transaction. La Cour a notamment justifié cette présomption par le prédécesseur de l'article 11 du règlement Prospectus (exigeant des États membres qu'ils garantissent l'application de leurs régimes de responsabilité civile aux violations des règles de l'UE en matière de prospectus) à la lumière du principe de l'*effet utile* du droit de l'UE. La Cour suprême néerlandaise est partie du principe que l'un des objectifs de la législation européenne sur les prospectus est de protéger les investisseurs. Compte tenu des difficultés de preuve auxquelles sont confrontés les investisseurs, la Cour a estimé que le lien de causalité devait être présumé, faute de quoi la protection offerte par les règles communautaires sur les prospectus s'avérerait illusoire. Même s'il est parfois contesté par la doctrine, ce fondement de droit matériel de la présomption de causalité montre à quel point le droit communautaire peut influencer l'application des règles de responsabilité civile dans les juridictions étudiées¹⁴⁶.

Dans l'affaire *World Online*, la Cour suprême a également profité de l'occasion pour apporter une précision quant au champ d'application de cette présomption. En particulier, la Cour a noté la différence entre les investisseurs professionnels et les investisseurs de détail, soulignant que les investisseurs professionnels possèdent un niveau d'expérience qui rend en principe plus difficile d'argumenter qu'ils ont été influencés de manière décisive par le prospectus¹⁴⁷. En ce qui concerne les investisseurs professionnels, les tribunaux peuvent donc éviter l'application d'une telle présomption et exiger du demandeur qu'il prouve qu'il s'est fié au prospectus¹⁴⁸. Par exemple, si un investisseur professionnel connaît bien le marché sur lequel l'émetteur opère et que le prospectus contient une description incorrecte de ce marché, l'investisseur professionnel pourrait déjà être conscient des conditions du marché et ne pas se fier à l'information trompeuse¹⁴⁹.

¹⁴⁵ Voir *supra*, note 121.

¹⁴⁶ Voir *PIJLS A.*, article préc., note 105, p. 198, 201 et 203. L'auteur estime que l'actuel article 11(2) du règlement Prospectus n'offre pas de base juridique convaincante pour une telle présomption de causalité. Entre autres, étant donné qu'en vertu de l'arrêt *ImmoFinanz* de la CJEU (arrêt du 19 décembre 2013, C-174/12), les États membres disposent d'une grande marge de manœuvre pour mettre en place des dispositions d'application du règlement Prospectus. Il est donc difficile de voir comment un régime national n'adoptant pas la présomption pourrait être jugé contraire au droit communautaire.

¹⁴⁷ Voir *BUSCH D.*, article préc., note 92, p. 312, citant *World Online* et soutenant que la présomption de *World Online* devrait être étendue aux violations des règles sur les abus de marché.

¹⁴⁸ En se référant plus largement à l'UE, il est suggéré qu'il existe une tendance générale vers une évaluation plus stricte de la causalité lorsque l'action est intentée par des investisseurs professionnels. Voir *LAMANDINI M.* et *RAMOS MUÑOZ D.*, préc., dans *LAMANDINI M.* et al., op. cit., note 95, p. 268.

¹⁴⁹ Voir *FRANX J.P.*, *Prospectusaansprakelijkheid*, dans *BUSCH D.* et al., op.cit., note 26, paragraphe 7, note 37.



En **Italie** également, la jurisprudence a adopté une présomption de causalité fondée sur une interprétation téléologique des règles relatives aux prospectus mais sans se référer directement aux dispositions de l'UE. En particulier, dans l'arrêt de principe *Tessival*, la Cour de cassation italienne a d'abord noté que les règles relatives aux prospectus visent à protéger les investisseurs potentiels et leur capacité à prendre des décisions en connaissance de cause¹⁵⁰. Elle a également noté le rôle central attribué au prospectus - même renforcé par un régime de contrôle public - dans le contexte d'une offre de valeurs mobilières au public. Compte tenu de cette fonction centrale attribuée par le législateur au prospectus, la Cour a estimé que l'on pouvait supposer que les informations défectueuses contenues dans les prospectus avaient influencé les décisions des investisseurs. Toutefois, la Cour a pris soin de préciser que les informations défectueuses ne peuvent faire l'objet d'une telle présomption que si elles sont importantes, ce qui exclut la pertinence de défauts mineurs dans les informations publiées¹⁵¹. En tout état de cause, cette présomption est réfutable, de sorte que les défendeurs sont autorisés à prouver que le plaignant aurait très probablement pris la même décision d'investissement en l'absence de ces informations erronées¹⁵².

Comme indiqué, les présomptions de causalité évoquées ci-dessus sont généralement considérées comme **réfutables**, puisqu'elles permettent au défendeur d'apporter la preuve que l'investisseur aurait de toute façon conclu la transaction (ou l'aurait conclue aux mêmes conditions), même en l'absence d'informations défectueuses. Dans certains cas, les motifs d'exclusion du lien de causalité ont été explicitement codifiés.

Par exemple, la loi allemande sur le prospectus codifie certains motifs de renversement de la présomption. Ainsi, la responsabilité est exclue si les informations contenues dans un prospectus ont été corrigées au moyen d'informations fournies dans un rapport financier ou d'informations *ad hoc* avant la conclusion de la transaction¹⁵³. En outre, un défendeur peut toujours prouver que l'acquéreur des titres était conscient du caractère défectueux de l'information¹⁵⁴. Dans ce cas, il en est conclu que la transaction, même basée sur le prospectus, n'a pas été influencée par l'information défectueuse¹⁵⁵.

¹⁵⁰ Voir Cour de cassation italienne, arrêt du 11 juin 2010, n° 14056, *Tessival c. Intesa Sanpaolo*, paragraphes 4.2 et 4.3.2.

¹⁵¹ Cour de cassation, arrêt du 11 juin 2010, n° 14056, *Tessival c. Intesa Sanpaolo*, paragraphe 4.3.2.

¹⁵² Voir *AFFERNI G., Causalità e danno nella responsabilità civile per false informazioni sui mercati finanziari: il caso Italease, Le Società, 7/2015, p. 876*, soulignant que le défendeur peut éviter la responsabilité en prouvant que le plaignant aurait conclu la transaction même en l'absence de l'information défectueuse. La question de savoir si le demandeur aurait conclu la transaction au même prix ou à un prix différent a un impact sur le calcul des dommages-intérêts.

¹⁵³ Article 12(2)(4) de la WpPG.

¹⁵⁴ Article 12(1) de la WpPG.

¹⁵⁵ Voir *MOCK S. Germany, dans BUSCH D. et al., op. cit., note 6, p. 489*. Le troisième moyen de défense qui permet d'exclure la responsabilité est, conformément au règlement Prospectus, le fait que l'achat a été effectué uniquement sur la base du résumé du prospectus, voir l'article 12(2)(5) de la WpPG.



Plus généralement, la doctrine allemande a examiné plusieurs moyens de renverser la présomption de causalité. Par le passé, il avait été soutenu qu'un prospectus ne peut être considéré comme ayant causé une transaction lorsque la situation du marché était telle que l'information en question ne pouvait pas être à l'origine du « *climat d'investissement* »¹⁵⁶. C'est le cas lorsqu'il y a une large couverture de presse véhiculant des informations négatives sur la société, ou lorsque des informations qui remplacent celles précédemment publiées sont données par le biais d'une information *ad hoc*¹⁵⁷. Néanmoins, cette construction pourrait avoir perdu sa validité depuis que la Cour fédérale de justice a rejeté la théorie selon laquelle cette présomption constituerait une codification de la théorie de l'*Anlagestimmung*¹⁵⁸.

Cependant, il peut également y avoir des raisons d'exclure l'admissibilité d'une telle présomption de causalité. Par exemple, la jurisprudence **allemande** tend à exclure l'application de cette présomption dans le cas d'informations *ad hoc*, lorsque l'investisseur réclame une indemnisation des pertes liées à la transaction. Cette exclusion est justifiée par le fait que, lorsqu'il demande cette indemnisation, l'investisseur plaide une atteinte à son libre arbitre¹⁵⁹. En d'autres termes, il n'aurait pas conclu la transaction s'il n'y avait pas eu d'informations défectueuses. Étant donné que, dans ce cas, la question de l'incidence de l'information défectueuse devient cruciale, il est considéré que le plaignant doit supporter entièrement la charge de la preuve.

Si les juridictions continentales semblent considérer la présomption de causalité comme une règle juridique, l'approche du **Royaume-Uni** est légèrement différente. Dans cette juridiction, une « *présomption d'incitation* » (*presumption of inducement*) a été retenue dans la récente affaire **Autonomy**, rendue sur des questions de rapports financiers défectueux. Plus particulièrement, le tribunal a souligné qu'une présomption d'incitation s'applique comme dans tous les cas de *tort of deceit*. Toutefois, il a été soutenu qu'il ne s'agissait pas d'une présomption de droit, mais plutôt

¹⁵⁶ D. A. VERSE, Germany, dans CONAC P.-H. et al., op. cit., note 14, p. 378.

¹⁵⁷ Voir HABERSACK M., paragraphe 28. Prospekthaftung, dans HABERSACK M. et al., op. cit., note 13, p. 892.

¹⁵⁸ Plus précisément, la BGH a jugé que le concept d'*Anlagestimmung* n'est pas pertinent pour discuter des questions de responsabilité en matière de prospectus, le législateur ayant désormais expressément codifié une présomption de causalité. Voir BGH, XI ZB 24/16, paragraphe 77. Il en résulte que, pour échapper à la responsabilité, le défendeur, c'est-à-dire l'émetteur, doit prouver que l'investisseur a été motivé par des raisons individuelles pour acheter les titres, preuve qui est pratiquement impossible à apporter en pratique.

¹⁵⁹ Le point est développé par HELLGARDT A., Abschnitt 12, dans ASSMANN H.-D. et al., op. cit., note 77, p. 4189. De plus, dans l'affaire IKB, la Cour suprême fédérale allemande a exclu la possibilité d'appliquer la présomption de causalité en cas d'informations *ad hoc* erronées pour au moins deux autres raisons. Tout d'abord, la codification de cette présomption dans le cadre du régime spécial de responsabilité en matière de prospectus ne pouvait pas être appliquée par analogie. En effet, l'absence d'une codification similaire dans le régime spécial des informations *ad hoc* devait être considérée comme un choix explicite du législateur. En outre, en ce qui concerne spécifiquement les cas d'informations *ad hoc* retardées ou omises, la Cour a estimé qu'une présomption fondée sur la doctrine de l'*Anlagestimmung* (*climat d'investissement*) ne pouvait être adoptée. En effet, cette doctrine présuppose que la publication de l'information a envoyé des signaux positifs au public investisseur. Or, ce dernier élément fait manifestement défaut lorsque l'information est omise ou retardée. Voir Cour suprême fédérale allemande (BGH), arrêt du 13 décembre 2011, XI ZR 51/10, (IKB) paragraphes 63-64.



d'une « *déduction de fait* » (*inference of fact*). Pour pouvoir bénéficier d'une telle déduction, il est nécessaire de prouver que l'auteur de la déclaration mensongère voulait frauduleusement que ses paroles soient comprises dans un certain sens et que le demandeur les a comprises dans ce sens¹⁶⁰. Ainsi, une fois de plus, l'approche anglaise semble mettre l'accent sur la nature factuelle des évaluations concernant la confiance de l'investisseur dans des informations défectueuses.

2.3 - L'exigence de la faute

Pour établir la responsabilité, il est également nécessaire de démontrer la faute de l'auteur de la déclaration mensongère. Plus précisément, qu'il avait une conscience particulière reliant son action (ou son inaction) au dommage qui en a résulté. Les deux états subjectifs les plus pertinents dans ce contexte sont l'intention, qui reflète la connaissance qu'avait le défendeur de la fausseté ou de la nature trompeuse de l'information défectueuse et la négligence (simple ou grave), qui désigne un écart par rapport à la norme de diligence requise. Un troisième concept, celui de *recklessness*, particulièrement important dans le cadre juridique du Royaume-Uni, indique l'indifférence de l'auteur du manquement à l'égard de la véracité ou de la fausseté de l'information.

Les juridictions examinées peuvent être divisées en deux groupes. Le premier groupe comprend les systèmes juridiques qui étendent la responsabilité à la fois à l'intention et à la négligence, sans restrictions significatives quant au degré de négligence requis. Il s'agit de l'Italie, de l'Espagne et des Pays-Bas. En revanche, les autres juridictions adoptent une approche plus restrictive par rapport à la négligence. En Allemagne, le défendeur n'est généralement responsable que si sa conduite peut être qualifiée de négligence grave. Au Royaume-Uni, la responsabilité pour négligence est totalement exclue dans certains cas d'informations défectueuses, notamment en ce qui concerne les rapports financiers et les informations *ad hoc*.

Pour déterminer si le défendeur a agi de manière négligente, il est aussi nécessaire de vérifier quel est le degré de diligence requis dans la préparation des informations à diffuser au public. En général, l'évaluation du niveau de diligence requis de la part du défendeur dépend normalement de son rôle et de sa proximité avec les informations en question. Par conséquent, le degré de diligence requis de l'émetteur sera plus élevé que, par exemple, celui requis d'un membre du syndicat de placement d'une offre publique de titres.

Si telle est l'organisation de cette exigence sur le plan du droit matériel, il apparaît une caractéristique intéressante du point de vue du droit procédural. En effet, plusieurs juridictions ont introduit ce qui est effectivement une présomption de négligence, au moins dans leurs régimes de responsabilité en matière de prospectus. Comme pour l'exigence de causalité de la transaction, elles ont codifié une

¹⁶⁰ *High Court of Justice, préc, note 56, paragraphe 515(2).*



défense de diligence raisonnable qui permet au défendeur d'échapper à la responsabilité tant qu'il peut prouver qu'il a mis en place le niveau de diligence requis. Ce renversement de la charge de la preuve facilite grandement la tâche de l'investisseur lésé dans ses efforts pour obtenir réparation des dommages qu'il a subis.

Afin d'évaluer plus en détail les implications de droit matériel et procédural des règles de nos juridictions en matière de faute, il est nécessaire d'examiner le critère de la faute applicable dans chaque juridiction (2.3.1) ainsi que les cas de renversement de la charge de la preuve qui codifient une présomption de négligence (2.3.2).

2.3.1 - La pertinence de l'intention ou de la négligence

L'approche des juridictions étudiées en matière de faute présente plusieurs variantes. La principale différence dépend du fait qu'elles admettent l'engagement de responsabilité à la fois pour faute intentionnelle et pour négligence ou qu'elles limitent ou excluent les cas de responsabilité en cas de simple négligence. Par exemple, en limitant la responsabilité aux cas de négligence grave ou excluant complètement la possibilité d'une responsabilité pour négligence. En effet, par rapport à certains types d'information défectueuses, certaines juridictions admettent la responsabilité seulement en cas de faute intentionnelle.

Afin de mieux comprendre les règles applicables dans chacune des juridictions qui nous intéressent, nous allons maintenant en offrir un aperçu. Nous examinerons d'abord le groupe de juridictions où la négligence est appliquée de manière plus large, avant de procéder à une analyse plus détaillée de son traitement distinctif dans les systèmes juridiques allemand et anglais.

En **Italie**, conformément aux règles générales en matière de responsabilité civile, tant le régime en matière de prospectus que les autres régimes applicables aux informations défectueuses permettent d'établir la responsabilité sur la base de la faute intentionnelle ou de la simple négligence¹⁶¹. En ce qui concerne le degré de diligence requis, une certaine incertitude subsiste. En effet, en ce qui concerne le régime en matière de prospectus, il n'est pas clair si la norme exige le plus haut niveau de diligence théoriquement possible ou simplement le niveau raisonnable au vu des circonstances¹⁶². Plus généralement, cependant, on peut raisonnablement supposer que lorsque le défendeur est une entité exerçant son activité commerciale, une norme de diligence professionnelle s'applique, conformément aux règles générales du Code civil italien sur le degré de diligence exigé d'un professionnel¹⁶³.

¹⁶¹ Voir TRIMARCHI P., *op.cit.*, note 33, p. 121. Confirmant la pertinence de l'intention et de la négligence, voir Cour de cassation italienne, arrêt du 11 juin 2010, n° 14056, Tessival c. Intesa Sanpaolo, paragraphe 4.2.

¹⁶² Voir GIUDICI P., *Italy*, dans BUSCH D. et al., *op. cit.*, note 6, p. 514.

¹⁶³ Article 1176(2) du Code civil italien.



La situation est similaire en **Espagne**. En effet, le régime espagnol en matière de prospectus impose une responsabilité fondée sur la faute intentionnelle ou de la simple négligence. Notamment, le degré de diligence requis varie en fonction du défendeur. En fait, on observe que la responsabilité des émetteurs et des garants est généralement retenue comme s'il s'agissait d'une forme de responsabilité stricte. Cette approche est justifiée au regard du rôle clé de ces défendeurs dans la publication des informations mensongères¹⁶⁴. Dans le contexte de la responsabilité sur le marché secondaire, la norme applicable reste la faute intentionnelle ou de la simple négligence, dérivée des dispositions générales sur la responsabilité délictuelle du Code civil espagnol¹⁶⁵.

Aux **Pays-Bas** également, la responsabilité peut généralement être fondée à la fois sur la faute intentionnelle ou de la simple négligence. En fait, en droit néerlandais, les deux régimes de responsabilité applicables aux prospectus et les dispositions générales en matière de délits (article 6:162(3) du Code civil néerlandais) exigent que le délit soit commis par la faute du défendeur ou qu'il soit dû à une cause dont le défendeur est responsable en vertu de la loi ou de principes généralement acceptés¹⁶⁶.

Le droit néerlandais différencie également le degré de diligence exigé des différents défendeurs. En particulier, les émetteurs semblent être tenus à une norme de responsabilité presque stricte. Ce résultat s'explique par les relations qu'entretiennent les différentes catégories de défendeurs avec les informations à fournir au public. Dans cette perspective, les émetteurs ne dépendent pas des informations fournies par des tiers, contrairement, par exemple, aux chefs de file du syndicat de placement d'une offre publique de titres¹⁶⁷.

En ce qui concerne la responsabilité sur le marché secondaire en droit néerlandais, la responsabilité est engagée à la fois en cas la faute intentionnelle ou de la simple négligence sur la base des dispositions ordinaires du droit de la responsabilité civile en vertu du Code civil néerlandais.

Si les juridictions examinées ci-dessus font preuve d'un certain libéralisme en ce qui concerne l'état «*subjectif*» de l'auteur du délit nécessaire à l'engagement de la responsabilité - notamment en étendant la responsabilité à tous les degrés de négligence - il n'en va pas de même pour l'Allemagne et le Royaume-Uni. Ces deux pays ont en effet une approche différente à la responsabilité pour négligence. En particulier, le système juridique allemand exige au moins une négligence grave, tant pour la responsabilité sur le marché primaire que secondaire, alors que le système juridique anglais exclut totalement la responsabilité pour négligence dans les cas de responsabilité sur le marché secondaire.

¹⁶⁴ Voir REDONET SANCHEZ DEL CAMPO J., *Spain*, dans BUSCH D. et al., *op. cit.*, note 6, p. 533.

¹⁶⁵ Articles 1101 et 1902 du Code civil espagnol. Voir aussi FUENTES NAHARRO M., *Spain*, dans CONAC P.-H. et al., *op. cit.*, note 14, p. 623.

¹⁶⁶ Voir LENNARTS L. et ROEST J., *The Netherlands*, dans CONAC P.-H. et al., *op. cit.*, p.483. Voir également FRANX J.P., *Prospectusaansprakelijkheid*, dans BUSCH D., et. al., *op.cit.*, note 26, paragraphe 6.



En **Allemagne**, le défendeur est responsable selon la même norme en vertu des deux régimes spéciaux applicables aux prospectus défectueux et aux informations *ad hoc* défectueuses. En particulier, la responsabilité est établie si la violation est intentionnelle ou si elle résulte d'une négligence grave. En principe, il y a négligence grave lorsque le défendeur a violé un devoir de diligence (*Sorgfalt*) avec une gravité particulière, en s'écartant de ce qu'une personne raisonnable placée dans la même situation aurait dû faire¹⁶⁸. Il est également avancé que cette même norme – nécessitant soit l'intention, soit la négligence grave – devrait s'étendre à d'autres types d'informations défectueuses, telles que les rapports financiers défectueux¹⁶⁹.

En droit allemand, l'évaluation de la négligence nécessite de prendre en compte la situation concrète du défendeur. Dans le contexte de la responsabilité des marchés des capitaux, le devoir de diligence est d'autant plus intense que le défendeur est proche de l'information en cause, ce qui a pour conséquence que l'émetteur est soumis à un cadre de responsabilité plus strict que, par exemple, un membre du syndicat de placement d'une offre publique de titres¹⁷⁰. Lorsque le défendeur n'est pas l'émetteur, même s'il est soumis à une norme plus légère, il est toujours tenu de vérifier les informations, du moins lorsque des doutes surgissent quant à leur exactitude¹⁷¹.

La norme applicable aux rapports financiers, qui, en vertu du droit allemand, sont soumis au régime de responsabilité civile ordinaire, dépend de la disposition générale en matière de responsabilité qui est invoquée. La responsabilité pour faute intentionnelle ou négligence peut être engagée en vertu de l'article 823, paragraphe 2, du Code civil allemand, qui impose la responsabilité pour la violation de dispositions ayant une portée protectrice à l'égard de la personne lésée. Toutefois, la norme applicable en matière d'intention et de négligence est celle requise par la norme violée¹⁷². Ainsi, en principe, si la disposition protectrice peut être violée par simple négligence, la responsabilité civile pourrait être imposée sur la base de la simple négligence.

Toutefois, la doctrine allemande suggère de limiter la norme applicable aux rapports financiers défectueux à la faute intentionnelle ou la négligence grave en considérant le régime des prospectus et des informations *ad hoc* applicable par analogie¹⁷³. Entre autres considérations, elle souligne

¹⁶⁷ Voir également FRANX J.P., *Prospectusaansprakelijkheid*, dans BUSCH D., et al., *op.cit.*, note 26, paragraphe 6.

¹⁶⁸ Voir HABERSACK M., paragraphe 28. *Prospekthaftung*, dans HABERSACK M. et al., *op. cit.*, note 13, p. 893. Voir aussi MARKESINIS B. et al., *op. cit.*, note 36, p. 54.

¹⁶⁹ Voir SEULEN G., paragraphe 29. *Haftung für fehlerhafte Sekundärmarktpublizität*, dans HABERSACK M. et al., *op. cit.*, note 13, p. 975 - 976.

¹⁷⁰ Voir MOCK S. Germany, dans BUSCH D. et al., *op. cit.*, note 6, p. 484. Voir aussi V. HABERSACK M., paragraphe 28. *Prospekthaftung*, dans HABERSACK M. et al., *op. cit.*, note 13, p. 893.

¹⁷¹ Voir MOCK S. Germany, dans BUSCH D. et al., *op. cit.*, note 6, p. 484.

¹⁷² Voir SEULEN G., paragraphe 29. *Haftung für fehlerhafte Sekundärmarktpublizität*, dans HABERSACK M. et al., *op. cit.*, note 13, p. 975 - 976.

¹⁷³ Voir SEULEN G., paragraphe 29. *Haftung für fehlerhafte Sekundärmarktpublizität*, dans HABERSACK M. et al., *op. cit.*, note 13, p. 977.



qu'il n'y a aucune raison valable de soumettre la personne potentiellement responsable pour un rapport financier défectueux à un régime de responsabilité plus sévère (étendu à la négligence simple) que celui applicable en cas de prospectus et d'information *ad hoc* défectueux (qui est déclenché par une négligence grave). Notamment, cette interprétation créerait une norme générale de responsabilité civile pour les informations relatives aux marchés des capitaux, quel que soit le régime applicable concrètement à l'information défectueuse en question.

Enfin, la responsabilité en cas de rapport financier défectueux est engagée conformément à l'article 826 du Code civil allemand en cas de violations intentionnelle et contraire aux bonnes mœurs.

Dans ce contexte, les auditions ont révélé la grande réticence de l'Allemagne à étendre la responsabilité et à accorder des dommages-intérêts sur la base d'une négligence simple. Ainsi, la limitation de la responsabilité aux cas d'intention et – tout au plus – de négligence grave semble être un élément caractéristique du système allemand de responsabilité pour information défectueuse sur les marchés des capitaux.

Au **Royaume-Uni**, la norme applicable à la responsabilité en matière de prospectus est celle de la faute intentionnelle ou de la négligence. Quant au degré de diligence applicable aux informations devant être publiées au moyen d'un prospectus, il est exigé que le défendeur ait acquis une conviction raisonnable, formée par une enquête raisonnable, quant à la véracité et à la nature non trompeuse de l'information en question¹⁷⁴. Il convient néanmoins de noter que, conformément à la *common law*, le système anglais n'admet pas de distinction entre négligence grave et simple et traite tous les cas de négligence sans autre précision.

En revanche, une exigence strictement fondée sur l'intention (*fraude*) s'applique à la responsabilité pour rapports financiers défectueux et informations *ad hoc*. En fait, la responsabilité au titre de l'article 90A du FSMA n'est engagée qu'en cas de faute intentionnelle ou de *recklessness*, deux éléments généralement désignés ensemble par le terme « *fraude* »¹⁷⁵. La responsabilité pour négligence n'est pas prévue par cet article¹⁷⁶. Si, dans ce contexte, l'intention signifie la connaissance de la fausseté ou de la nature trompeuse de la déclaration faite, la *recklessness*

¹⁷⁴ Schedule 10(1)(2) FSMA.

¹⁷⁵ Voir Davies Discussion Paper, préc., note 85, paragraphe 70.

¹⁷⁶ Il convient de noter que, si l'intention ou la *recklessness* est nécessaire pour fonder la responsabilité en cas de déclarations fausses ou trompeuses dans les rapports financiers ou les informations *ad hoc*, l'exigence encore plus stricte de la « malhonnêteté » s'applique aux retards de publication d'informations *ad hoc*. Il a été avancé que ceci était nécessaire car les retards ont souvent des raisons légitimes. Par conséquent, si la simple intention permettait d'engager la responsabilité de l'émetteur, on déclencherait automatiquement un nombre excessif de cas de responsabilité contre les émetteurs. Voir Davies Final Report, préc., note 85, paragraphe 47. Même si la responsabilité civile pour les retards n'entre pas dans le champ d'application du présent rapport, elle est évoquée ici comme exemple d'une nuance supplémentaire du degré de faute requis dans le système britannique.



indique que l’auteur de la déclaration ne s’est pas soucié de sa véracité ou de sa fausseté¹⁷⁷. Ainsi, la *recklessness* est exclue dans la mesure où le défendeur démontre sa croyance - même déraisonnable - dans la déclaration qu’il a faite¹⁷⁸.

Pour évaluer l’existence de tels états subjectifs, il est nécessaire d’examiner s’ils existent au niveau des personnes exerçant des fonctions de direction au sein de l’émetteur¹⁷⁹. Comme dans le *tort of deceit* de la *common law*, il est nécessaire que le dirigeant en question ait eu une connaissance effective de la nature fausse ou trompeuse de l’information donnée¹⁸⁰.

La récente affaire *Autonomy* apporte un premier éclaircissement sur les exigences de l’article 90A du *FSMA* en ce qui concerne ce que le tribunal a défini comme l’exigence de « *connaissance coupable* » (*guilty knowledge*). Tout d’abord, la Cour déclare que l’évaluation de la connaissance coupable est la même que celle requise dans le cadre du *tort of deceit*, ce qui signifie non seulement que le défendeur connaissait la nature défectueuse de l’information, mais aussi qu’il l’a comprise dans son sens défectueux¹⁸². La Cour prend soin de souligner la nature très stricte de cette exigence, rappelant entre autres que seules les déclarations connues pour être fausses peuvent engager la responsabilité, et qu’il est nécessaire que la personne faisant la déclaration ait eu à l’esprit les faits rendant l’information fausse au moment de la divulguer¹⁸³.

L’exigence est encore plus difficile à satisfaire en raison des règles de preuve applicables. En particulier, dans les cas de tromperie, les tribunaux adoptent la présomption que l’« *incompétence innocente* » est plus fréquente que la fraude, ce qui augmente le seuil de preuve à atteindre par le demandeur¹⁸⁴. En outre, si le défendeur a agi conformément aux conseils de professionnels réputés, le tribunal estime que la fraude sera encore moins susceptible d’être constatée¹⁸⁵.

L’exclusion de la responsabilité pour négligence - même grave - dans le cadre du régime anglais de l’information périodique et épisodique apparaît comme une déviation claire au regard des autres juridictions. Il est donc intéressant d’analyser les raisons qui ont été avancées pour justifier cette

¹⁷⁷ *High Court of Justice, préc, note 56, paragraphe 470.*

¹⁷⁸ *Ibid.*

¹⁷⁹ *Schedule 10A(3)(2)-(3).*

¹⁸⁰ *High Court of Justice, préc, note 56, paragraphe 468.*

¹⁸¹ *Ibid.*

¹⁸² *Sur ce « subjective test », voir Ibid., paragraphe 448.*

¹⁸³ *Ibid, paragraphes 469 et 477.*

¹⁸⁴ *Ibid, paragraphe 473.*

¹⁸⁵ *Ibid, paragraphes 474 – 475.*



approche anglaise quant à l'application d'une exigence de négligence en matière de responsabilité sur le marché secondaire.

Ce thème a notamment été abordé lors de la *Davies Review*, qui a donné lieu à plusieurs réflexions sur l'opportunité d'introduire la responsabilité pour simple négligence au titre de l'article 90A du *FSMA*. Une telle réforme aurait généralisé l'exigence applicable à la responsabilité en matière de prospectus, considérée comme un régime efficace, même si généralement coûteux pour les émetteurs¹⁸⁶. Dans ce contexte, le Professeur Davies a défendu la fraude comme étant la norme la plus adéquate à appliquer aux cas de responsabilité sur le marché secondaire. En particulier, les considérations développées pour argumenter cette position se réfèrent d'une part aux incitations qu'un tel régime créerait pour les parties intéressées, et d'autre part à des arguments de clarté juridique.

En ce qui concerne le premier ordre d'arguments, le Professeur Davies a souligné les conséquences coûteuses de l'adoption d'une exigence de négligence. Il a tout d'abord fait valoir que la responsabilité pour négligence conduirait les émetteurs à augmenter le coût de la vérification de l'information divulguée. En fait, la vérification de la véracité d'une information exige des vérifications beaucoup plus coûteuses que celles nécessaires pour simplement fonder une « *croyance honnête* » en la véracité d'une déclaration¹⁸⁷. Pour illustrer ce point, le Professeur Davies l'a même définie comme une « *norme de conformité à faible coût* »¹⁸⁸. En outre, les activités supplémentaires requises ralentiraient le processus de diffusion d'informations précieuses sur le marché, tout en incitant à une communication plus défensive¹⁸⁹.

Le rejet de la négligence en tant qu'exigence appropriée a également été motivé par l'absence de certitude qu'une telle norme engendrerait. En effet, le concept de négligence est flexible et fortement dépendant des faits, ce qui oblige les tribunaux à examiner ce qu'aurait fait une personne raisonnable placée dans la même situation que le défendeur¹⁹⁰. En revanche, la fraude constitue une norme très facile à comprendre pour les émetteurs, à savoir le fait de s'abstenir de faire des déclarations que l'on sait être fausses¹⁹¹.

¹⁸⁶ *Davies Discussion Paper*, préc., note 85, paragraphe 71.

¹⁸⁷ *Davies Discussion Paper*, préc., note 85, paragraphe 73.

¹⁸⁸ DAVIES P., préc., dans BUSCH D. et al., op. cit., note 140, p. 334.

¹⁸⁹ *Davies Discussion Paper*, préc., note 85, paragraphe 72 et *Davies Final Report*, préc., note 85, paragraphes 9 et 23.

¹⁹⁰ Voir *Davies Final Report*, préc., note 85, paragraphe 7.

¹⁹¹ *Ibid.*, paragraphe 8, soulignant en outre que l'exigence de fraude dans le cadre du tort of deceit a été élaborée spécifiquement en référence à des déclarations inexactes.



La question de savoir si l'exigence intermédiaire d'une négligence grave pourrait constituer une solution appropriée a également été examinée. Toutefois, il a été estimé que même dans ce cas, un sérieux problème de définition se poserait, annulant tous les avantages possibles de la restriction théorique de la responsabilité aux cas de négligence les plus graves. En effet, le concept de négligence grave n'est pas établi ni défini dans la *common law* anglaise, et sa signification réelle resterait floue, créant les mêmes risques d'augmentation des coûts et de communications défensives que la simple négligence¹⁹².

En fin de compte,¹⁹³ la fraude a été jugée être le fondement le plus adéquat pour combattre le type de comportement qui a l'impact le plus négatif sur les transactions commerciales¹⁹⁴. En outre, les conséquences de la responsabilité pour fraude sont généralement plus difficiles à éviter pour les administrateurs, du moins lorsque des règles sont en place pour interdire les assurances et les indemnités en cas de comportement frauduleux avéré¹⁹⁵.

2.3.2 - La présomption de négligence

Comme indiqué ci-dessus, les plaignants peuvent être confrontés à des obstacles considérables pour prouver plusieurs des éléments d'une action en responsabilité civile, y compris la faute. En particulier, la preuve de l'état « *subjectif* » d'une société défenderesse peut nécessiter l'accès à des informations ou à des documents qui ne sont pas nécessairement accessibles au plaignant. Comme pour l'exigence de causalité, plusieurs juridictions ont donc introduit des mécanismes prévoyant une présomption de négligence pour faciliter la tâche des demandeurs, tout en permettant aux défendeurs de réfuter cette présomption le cas échéant.

Le mécanisme le plus répandu dans les juridictions étudiées est en particulier celui du renversement de la charge de la preuve en raison d'une diligence raisonnable permettant au défendeur d'échapper à la responsabilité pour l'information défectueuse. En particulier, toutes les juridictions ont introduit une codification de ce renversement de la charge de la preuve dans leurs régimes de prospectus. Une précision doit être apportée en ce qui concerne les Pays-Bas, où la présomption ne s'applique que si le plaignant est un consommateur. En outre, en Allemagne, une présomption de négligence s'applique également au régime des informations *ad hoc* défectueuses.

¹⁹² Voir *Davies Discussion Paper*, préc., note 85, paragraphe 76 et *Davies Final Report*, préc., note 85, paragraphe 25.

¹⁹³ Le *Davies Final Report* développe également une ligne d'argumentation supplémentaire, en soulignant le rôle de l'enforcement administratif. En effet, les déclarations défectueuses peuvent déjà être sanctionnées administrativement par la FCA sur la base de la négligence simple. L'avantage d'appliquer cette norme uniquement lors de l'émission de sanctions administratives est que la FCA doit tenir compte de la gravité de la violation. En revanche, si les litiges privés étaient autorisés pour les déclarations négligentes, même un écart mineur par rapport au devoir de diligence requis pourrait entraîner une responsabilité économique considérable, en particulier en ce qui concerne les émetteurs dont les titres font l'objet d'un nombre élevé de transactions. Voir *Davies Final Report*, préc., note 85, paragraphe 10 et s.

¹⁹⁴ Voir *DAVIES P.*, préc., dans *BUSCH D. et al.*, op. cit., note 140, 335.

¹⁹⁵ *Ibid.*



En **Allemagne**, dans le cadre du régime en matière de prospectus, l'exigence de la faute intentionnelle ou de la négligence grave est déduite de l'un des moyens de défense dont dispose le défendeur. En effet ce dernier peut se dégager de sa responsabilité en prouvant qu'il n'avait pas connaissance du caractère défectueux de l'information et que cette ignorance n'était pas due à une négligence grave¹⁹⁶. Cela signifie que la faute du défendeur est présumée, puisque la charge de la preuve est inversée¹⁹⁷. En principe, il y a négligence grave lorsque le défendeur a violé un devoir de diligence (*Sorgfalt*) avec une gravité particulière, différemment de ce qu'une personne raisonnable placée dans la même situation aurait dû faire¹⁹⁸.

L'exigence d'une faute intentionnelle ou d'une négligence grave s'applique également au régime allemand des informations *ad hoc* défectueuses et, dans ce cas également, il est déduit de l'un des moyens de défense dont dispose le défendeur¹⁹⁹. Ce dernier est exonéré de toute responsabilité, exactement comme le défendeur dans une affaire de responsabilité en matière de prospectus, s'il prouve qu'il ne connaissait pas la nature défectueuse de l'information et que cette méconnaissance n'était pas due à une négligence grave²⁰⁰.

En **Italie**, le régime spécial de responsabilité applicable aux prospectus prévoit clairement une présomption de négligence. Cette présomption a été introduite par le biais d'un renversement de la charge de la preuve, puisque le défendeur peut se dégager de sa responsabilité s'il prouve qu'il a adopté la diligence requise²⁰¹. Il s'agit évidemment d'un système particulièrement avantageux pour les demandeurs. En ce qui concerne la responsabilité civile pour d'autres formes d'informations défectueuses, les demandeurs ne peuvent toutefois pas s'appuyer sur des dispositions codifiées similaires. En principe, la règle ordinaire de la charge de la preuve en matière de responsabilité civile s'applique, ce qui signifie que le demandeur devra prouver l'état subjectif requis du défendeur.

Néanmoins, cette distinction théorique ne doit pas être exagérée. Dans la pratique, les tribunaux allemands ont tendance à adopter une approche flexible, en déplaçant souvent la charge de la preuve en faveur des demandeurs afin de répondre aux défis significatifs en matière de preuve auxquels ils sont confrontés dans les cas de non-prospectus²⁰².

En **Espagne**, la norme applicable au régime spécial en matière de prospectus est également déduite du fait que les défendeurs peuvent être exonérés de responsabilité s'ils peuvent démontrer qu'ils

¹⁹⁶ Article 12(1) du WpPG.

¹⁹⁷ Voir HABERSACK M., paragraphe 28. *Prospekthaftung*, dans HABERSACK M. et al., op. cit., note 13, p. 893.

¹⁹⁸ Ibid. Voir aussi MARKESINIS B. et al., op. cit., note 36, p. 54.

¹⁹⁹ Article 98(2) de la WpHG. Voir aussi HELLGARDT A., Abschnitt 12, dans ASSMANN H.-D. et al., op. cit., note 77, p. 4179.

²⁰⁰ Article 98(2) de la WpHG.

²⁰¹ Article 94 du TUF.

²⁰² FERRARINI G. et GIUDICI P., Italy, dans CONAC P.-H. et al., op. cit., note 14, p. 458 - 459.



ont exercé une diligence raisonnable²⁰³. Ici encore, l'élément subjectif est présumé sur la base d'un renversement de la charge de la preuve²⁰⁴.

Aux **Pays-Bas**, comme indiqué, il existe deux régimes spéciaux applicables aux prospectus, selon que l'investisseur est un consommateur ou un professionnel. En ce qui concerne les règles de procédure relatives à la répartition de la charge de la preuve dans le cadre de ces régimes, il convient distinguer. Ainsi, lorsque le demandeur est un consommateur - et donc que la disposition sur les pratiques commerciales déloyales s'applique - la charge de la preuve de l'état subjectif du défendeur est inversée²⁰⁵. En revanche, lorsque l'action est intentée par un investisseur professionnel - et donc que la disposition relative à la publicité trompeuse s'applique - le renversement de la charge de la preuve est toujours possible. Dans ce cas, en effet, le renversement ne s'appliquera qu'aux défendeurs qui ont participé à la détermination du contenu du prospectus²⁰⁶.

Au **Royaume-Uni**, l'exigence applicable à la responsabilité en matière de prospectus est, comme dans plusieurs autres juridictions, soumise à la défense pour diligence raisonnable. En effet, le défendeur peut échapper à la responsabilité en prouvant une croyance raisonnable, formée par une enquête raisonnable, quant à la véracité et à la nature non trompeuse de l'information en question²⁰⁷. La faute est donc présumée par le biais d'un renversement de la charge de la preuve²⁰⁸. Toutefois, la défense de diligence raisonnable n'est possible que si certaines autres conditions sont réunies. Par exemple, si la croyance raisonnable a perduré jusqu'au moment de l'achat en question ou si le défendeur - lorsqu'il a pris connaissance du caractère défectueux de l'information - a pris des mesures raisonnables pour porter une correction à l'attention des acheteurs probables²⁰⁹.

²⁰³ Article 74 du Real Decreto 814/2013. Cette défense de diligence raisonnable s'étend spécifiquement aux chefs de file (*entidad directora*), conformément à l'article 72(3) du même décret.

²⁰⁴ Voir FUENTES NAHARRO M., Spain, dans CONAC P.-H. et al., op. cit., note 14, p. 613. Pour une application judiciaire de la présomption de négligence, voir Tribunal suprême espagnol, chambre civile, arrêt du 21 décembre 2021, 890/2021, *Fundamentos de derecho*, Quinto, paragraphe 2.

²⁰⁵ Article 6:193j(2) du Code civil néerlandais. Voir également V. LENNARTSL. et ROESTJ., The Netherlands, dans CONAC P.-H. et al., op. cit., note 14, p. 489.

²⁰⁶ Article 6:195(2) du Code civil néerlandais. Alors que le champ d'application du régime de responsabilité prévu par la disposition relative à la publicité trompeuse couvre ceux qui rendent publique une annonce ou permettent qu'elle soit rendue publique (article 6:194 du Code civil néerlandais), le renversement de la charge de la preuve prévu par ce régime s'applique aux défendeurs qui sont spécifiquement impliqués dans la détermination du contenu de l'annonce (article 6:196 du Code civil néerlandais). Cela signifie que le renversement de la charge de la preuve ne s'appliquera pas si le défendeur est, par exemple, un membre du syndicat bancaire dont le rôle n'impliquait pas la détermination du contenu du prospectus défectueux. Voir V. LENNARTS L. et ROEST J., The Netherlands, dans CONAC P.-H. et al., op. cit., note 14, p. 483 - 484.

²⁰⁷ Schedule 10(1)(2) FSMA.

²⁰⁸ Voir MCMEEL G., United Kingdom, dans BUSCH D. et al., op. cit., note 6, 590 -591.

²⁰⁹ Schedule 10(1)(3) FSMA.



III. La quantification des dommages subis par les investisseurs

Une fois la responsabilité du défendeur établie, il est nécessaire de quantifier les dommages subis par le demandeur. La quantification du préjudice subi par les investisseurs diffère selon la mesure des dommages-intérêts appliquée dans le cas d'espèce (3.1) et peut s'appuyer sur l'utilisation de rapports d'experts (3.2).

3.1 - Mesures alternatives des dommages

Les tribunaux sont appelés à quantifier le montant dû aux investisseurs lésés pour les dédommager du préjudice subi du fait de l'information défectueuse. Dans les juridictions étudiées, à l'exception notable du régime allemand de responsabilité en matière de prospectus, la mesure des dommages n'est pas inscrite dans la législation mais résulte plutôt d'un travail de conceptualisation de la doctrine et de la jurisprudence. Malgré ce manque de directives législatives, l'étude a révélé des parallèles dans la manière dont les dommages-intérêts sont calculés dans les juridictions étudiées, montrant que les méthodologies adoptées dans les différents pays présentent plusieurs similitudes.

En général, l'indemnisation accordée aux investisseurs lésés ne peut que protéger leur « *intérêt négatif* ». L'idée selon laquelle l'indemnisation devrait placer l'investisseur dans la position où il se trouverait si l'information défectueuse avait correspondu à la réalité (intérêt positif) est rejetée. Puisque seul son intérêt négatif est protégé, l'investisseur ne peut pas demander à recevoir les bénéfices financiers qu'il attendait de l'investissement au titre de sa confiance dans l'information défectueuse²¹⁰. Par contre, il peut exiger d'être mis dans la situation où il se trouverait si l'information défectueuse n'avait jamais été publiée.

Dans le cadre de cette limitation à l'indemnisation des intérêts négatifs, la mesure des dommages applicable dépend généralement de la base factuelle alléguée par le demandeur. Un investisseur lésé peut invoquer deux fondements différents pour sa demande, qui s'expliquent par un impact différent de l'information défectueuse sur la décision d'investissement du demandeur²¹¹. D'une part, l'investisseur peut affirmer qu'en l'absence d'informations défectueuses, il n'aurait pas conclu la transaction en question. D'autre part, l'investisseur peut affirmer qu'en l'absence d'informations défectueuses, il aurait procédé à l'investissement mais dans des conditions différentes. Dans ce cas, même en l'absence d'informations défectueuses, la transaction aurait été conclue, mais le prix de la transaction aurait été différent.

²¹⁰ Par exemple, voir pour l'Allemagne V. HELLGARDT A., Abschnitt 12, dans ASSMANN H.-D. et al., op. cit., note 77, p. 4180. Pour l'Italie voir AFFERNI G., article préc., note 150, p. 876.

²¹¹ Les deux bases alternatives des réclamations sont soulignées, entre autres, par PIJLS A., article préc., note 105, p. 192.



En fonction de ces deux bases alternatives, deux mesures principales d'indemnisation apparaissent : l'indemnisation des pertes liées à la transaction et l'indemnisation par différence de prix²¹².

La première mesure d'indemnisation - **l'indemnisation des pertes liées à la transaction** - s'applique si l'investisseur peut prouver qu'il n'aurait pas conclu la transaction sans l'information défectueuse. En d'autres termes, l'investisseur se plaint que l'information défectueuse a entraîné une **altération déterminante de sa décision d'investissement**. Par conséquent, dans ce cas, l'investisseur doit être rétabli dans la position où il se trouverait si la transaction n'avait jamais eu lieu. Dans certaines juridictions, notamment l'Allemagne, ce type d'indemnisation peut impliquer l'annulation de la transaction, par exemple en exigeant de l'investisseur qu'il renonce à la propriété des titres en échange du prix d'achat²¹³. Dans d'autres juridictions, l'indemnisation des pertes liées à la transaction est réalisée au moyen de transferts pécuniaires, tandis que l'investisseur conserve la propriété des titres. En termes économiques, la mesure de l'indemnisation des pertes liées à la transaction équivaut en fait à l'annulation économique de la décision d'investissement²¹⁴.

Indépendamment des méthodes concrètes utilisées pour y parvenir, la compensation des pertes liées à la transaction déplace le risque de marché sur l'émetteur, même lorsque la variation du prix des titres est également due à des raisons différentes de l'information défectueuse. Néanmoins, dans certaines juridictions, le principe de la compensation des pertes liées à la transaction peut être limité dans le cas concret par l'application de certaines règles générales en matière de responsabilité délictuelle. Il s'agit notamment de l'application de la doctrine de la faute de la victime, qui exclut l'indemnisation des dommages qui auraient pu être évités en vendant à temps un instrument financier. Dans de tels cas, l'octroi de dommages-intérêts ne placera pas l'investisseur dans la situation économique exacte dans laquelle il se trouverait si la transaction n'avait pas eu lieu.

En ce qui concerne la mesure de l'indemnisation des pertes liées à la transaction, il existe d'autres voies juridiques permettant d'obtenir un montant d'indemnisation similaire. En effet, certaines

²¹² Notamment, l'essence de ces différentes approches est bien rendue par la dénomination qui leur est donnée par la doctrine allemande, qui distingue les « dommages dérivés de la conclusion d'un contrat » (Vertragsabschlussschaden) et les « dommages dus à la différence du prix des actions » (Kursdifferenzschaden).

²¹³ C'est la solution adoptée par le droit allemand dans le cas où l'investisseur détient encore les titres, voir *infra*. De plus, cette solution suit la règle de l'article 249 du Code civil allemand, qui impose la primauté des compensations en nature. Il convient de noter que la solution inverse peut également s'appliquer. Si des actions ont été vendues à un prix trop bas dans un contexte de responsabilité sur le marché secondaire (où l'émetteur n'est pas partie à la transaction), le droit allemand exige que l'émetteur responsable livre des actions en nature à l'investisseur et qu'en échange, l'investisseur transfère à l'émetteur un montant égal au prix de vente. V. HELLGARDT A., Abschnitt 12, dans ASSMANN H.-D. et al., op. cit., note 77, p. 4181.

²¹⁴ Voir NORROS O., *Determining Damages incurred by False Information on the Securities Market*, *European Business Law Review*, 2014, Vol. 25, n° 5, p. 633. En outre, il convient de noter que, pour souligner l'équivalence économique d'une telle mesure de dommages-intérêts avec les effets découlant de la résolution d'un contrat, certaines juridictions de common law utilisent à juste titre les termes « rescissory damages » ou « restitution damages ».



juridictions traitent les questions de responsabilité sur le marché primaire non seulement sous le prisme du droit de la responsabilité civile mais également sous celui du droit des contrats. En particulier, elles peuvent appliquer les règles de **nullité contractuelle** à l'achat d'instruments financiers sur la base d'un prospectus. En effet, un achat fondé sur un prospectus défectueux peut être interprété comme étant entaché d'erreur et donc annulable. Dans ce cas, la transaction peut être annulée et le prix d'achat doit être restitué par l'émetteur à l'investisseur en échange de la restitution des instruments financiers. En conséquence, l'investisseur peut obtenir un montant égal au prix d'achat. L'utilisation des recours contractuels en matière de responsabilité sur le marché primaire revêt une certaine importance pratique en Italie²¹⁵ et en Espagne²¹⁶ et est en principe disponible en Allemagne²¹⁷ et aux Pays-Bas²¹⁸.

La deuxième mesure de dommages-intérêts - **l'indemnisation pour différence de prix** - s'applique si l'investisseur affirme que la transaction aurait été conclue de toute façon, mais à un prix différent²¹⁹. Ici, l'investisseur se plaint que l'information défectueuse a provoqué une **altération du cours de bourse de l'instrument financier**. En conséquence, l'investisseur doit être replacé dans la situation où il se serait trouvé si la transaction avait été effectuée à un prix non affecté par

²¹⁵ En **Italie**, les recours contractuels sont généralement utilisés pour les violations des règles transposant la directive MIFID II, notamment lorsqu'elles sont commises par des émetteurs qui sont des entreprises d'investissement ou des banques. Dans ces cas, un investisseur qui prétend avoir été trompé dans l'achat d'un instrument financier sur la base d'un prospectus défectueux peut demander l'annulation du contrat en invoquant l'article 1428 et s. du Code civil italien sur l'annulation du contrat pour erreur sur une qualité essentielle de l'objet du contrat. Parmi les autres recours possibles figure la possibilité pour l'investisseur de demander que le contrat soit déclaré nul en raison de la violation de règles normatives impératives (article 1418 du Code civil italien) ou la dissolution du contrat en raison de la violation par l'émetteur de ses obligations contractuelles (article 1453 du Code civil italien).

²¹⁶ En **Espagne**, par exemple, plusieurs investisseurs ayant acheté des actions de Bankia sur la base d'un prospectus défectueux ont choisi de demander l'annulation du contrat sur la base de l'article 1266 du Code civil espagnol. Tribunal suprême espagnol, chambre civile, arrêt du 3 février 2016, 24/2016, Fundamentos de derecho, Octavo et Noveno.

²¹⁷ En **Allemagne**, l'exercice des actions en responsabilité contractuelle est réservé par la loi aux cas de responsabilité en matière de prospectus (16(2) de la WpPG). La même réserve a été étendue par le législateur aux cas d'informations ad hoc (97(4) et 98(4) de la WpHG) mais elle est considérée avec scepticisme par la doctrine. Voir V. HELLGARDT A., Abschnitt 12, dans ASSMANN H.-D. et al., op. cit., note 77, p. 4192. En ce qui concerne spécifiquement la responsabilité en matière de prospectus, une responsabilité peut naître sur le fondement des principes de la culpa in contrahendo sous certaines conditions. Deux chambres de la Cour fédérale de justice avaient développé des interprétations divergentes à ce sujet. Ce débat a désormais été tranché dans le sens où, dans le champ d'application de la responsabilité spéciale en matière de prospectus, la responsabilité des actionnaires existants pour violation des obligations d'information sur le fondement de la culpa in contrahendo (article 280, paragraphes 1 et 3, articles 282, 241, paragraphe 2 et article 311, paragraphe 2, du Code civil allemand) n'est pas exclue. En conséquence, l'obligation précontractuelle d'information ne s'applique désormais qu'aux actionnaires existants qui procèdent eux-mêmes à la distribution des actions auprès des investisseurs ou qui en assument la responsabilité lorsqu'elle est réalisée par un tiers. Voir BGH, Pressemitteilung, <https://www.bundesgerichtshof.de/SharedDocs/Pressemitteilungen/DE/2023/2023108.html>.

²¹⁸ Aux **Pays-Bas**, le recours contractuel pour erreur (dwaling), applicable aux contrats stipulés sur la base d'une information défectueuse sur le marché primaire, est régi par l'article 2:228 du Code civil néerlandais. Voir FRANX J.P., Prospectusaansprakelijkheid, dans BUSCH D., et al., op.cit., note 26, p. 605-606 sur les différents recours contractuels disponibles en droit néerlandais.

²¹⁹ La compensation de la différence de prix correspond au concept américain de « out-of pocket damages ». Voir ROTHERMUND M., Schadensberechnung bei fehlerhafter Sekundärmarktinformation, Nomos, 2020, p. 171.



l'information défectueuse²²⁰. Pour ce faire, il faut d'abord identifier le prix que les titres auraient eu en l'absence de l'information défectueuse, généralement appelée « *prix hypothétique* ». Cela permet d'accorder à l'investisseur une compensation égale à la différence entre le prix auquel la transaction a été effectuée et le prix hypothétique. Par exemple, en cas d'achat à un prix excessif, l'investisseur se verra attribuer la différence entre le prix d'achat et le prix inférieur que l'instrument financier aurait eu en l'absence d'information défectueuse.

Toutefois, la clarté théorique de ce modèle de calcul des dommages-intérêts se heurte à la complexité notoire des évaluations de prix en ce qui concerne les titres négociés sur les marchés financiers. Naturellement, le recours aux rapports d'experts peut fournir aux tribunaux des indications utiles pour déterminer le montant adéquat des dommages-intérêts. Néanmoins, outre les conseils des experts, d'autres mécanismes sont pertinents pour aider les tribunaux à parvenir à une évaluation finale des dommages.

En fait, dans plusieurs juridictions, la baisse de prix enregistrée une fois que l'information a été révélée comme défectueuse est utilisée pour déduire le prix hypothétique, c'est-à-dire le prix que les titres auraient eu au moment de la transaction en l'absence de l'information défectueuse²²¹. Ce processus permet d'éviter en partie les difficultés d'évaluation en utilisant le prix de l'instrument financier après la révélation de la vérité comme approximation du prix hypothétique. Toutefois, une telle approche est intrinsèquement imprécise, puisque le mouvement des prix en question peut aussi être dû à une réaction excessive des marchés. En effet, les marchés peuvent réagir de manière excessive à la fois lorsque l'information fausse est publiée et lorsqu'elle est révélée en tant que défectueuse²²².

Néanmoins, la complexité de l'évaluation mentionnée ci-dessus peut être tempérée dans une certaine mesure par le recours aux dispositions générales du droit de la responsabilité civile. Plusieurs juridictions permettent en effet aux tribunaux d'adopter des évaluations discrétionnaires lorsque le montant des dommages ne peut être calculé avec précision. Ces dispositions permettent d'affronter avec souplesse les cas où le calcul précis des dommages est difficile ou impossible²²³.

En examinant les mérites de ces deux approches différentes dans le calcul des dommages-intérêts, la doctrine a observé que, dans une perspective visant la dissuasion, les dommages-intérêts pour compensation des pertes liées à la transaction devraient être préférés. D'une part, alors que la compensation par la différence de prix prive l'auteur du délit du gain réalisé grâce à la violation, la

²²⁰ Voir NORROS O., *article préc.*, note 212, p. 627.

²²¹ *Ibid.*, p. 628.

²²² *Ibid.*, p. 636.

²²³ *Ibid.*



compensation des pertes liées à la transaction prive l'émetteur de tous les montants collectés grâce aux actions vendues et s'avère donc être une pénalité pour l'auteur de la faute²²⁴.

D'autre part, la compensation pour différence de prix semble être un outil plus souple à plusieurs égards. Tout d'abord, l'utilisation de la compensation pour différence de prix permet d'adapter la répartition du risque de marché entre l'investisseur et l'émetteur, ce qui est impossible avec la mesure de la compensation des pertes liées à la transaction. Prenons par exemple le cas d'un investisseur qui a acheté un titre à un prix surévalué et qui, une fois l'information défectueuse révélée, voit la valeur de ce titre s'effondrer. La baisse globale du prix peut toutefois être due en partie à l'information défectueuse et en partie à d'autres facteurs, tels que la tendance générale du marché. Dans ce cas, en retenant comme mesure de compensation la différence de prix, l'investisseur lésé est indemnisé de la partie de la perte de valeur due à l'information défectueuse, mais supporte entièrement la partie de la perte non liée aux effets de l'information défectueuse.

En outre - du moins lorsque l'indemnisation des pertes liées à la transaction nécessite la restitution des titres en nature - l'indemnisation pour différence de prix peut s'avérer moins complexe à appliquer dans la pratique. En effet, la compensation par la différence de prix évite les difficultés issues du droit des sociétés liées à la réacquisition par l'émetteur de ses propres titres²²⁵.

Outre les mesures de dommages-intérêts calculées selon les deux approches alternatives indiquées ci-dessus, il apparaît une reconnaissance systématique de la **compensation de la perte de chance**. Cette dernière joue un rôle de précision, visant à compenser l'investisseur lésé pour les gains qu'il aurait pu réaliser en investissant différemment l'argent perdu en raison de l'information défectueuse. Dans les juridictions étudiées, cette mesure de dommages-intérêts est jamais la seule disponible en principe pour traiter les dommages causés par l'information défectueuse²²⁶.

Afin de donner un meilleur aperçu des spécificités de chacune des deux mesures alternatives de dommages et intérêts, il convient d'étudier la manière dont ces approches sont appliquées dans les juridictions. L'indemnisation des pertes liées à la transaction sera examinée en premier (3.1.1) et ensuite la mesure de l'indemnisation par la différence de prix (3.1.2).

3.1.1 - L'indemnisation des pertes liées à la transaction

En règle générale, la mesure d'indemnisation l'indemnisation des pertes liées à la transaction s'applique lorsque l'investisseur parvient à prouver qu'en l'absence d'informations défectueuses,

²²⁴ DAVIES P., préc., dans BUSCH D. et al., op. cit., note 140, p. 326.

²²⁵ Voir LAMANDINI M. et RAMOS MUÑOZ D., préc., dans LAMANDINI M. et al., op. cit., note 95, p. 261.

²²⁶ L'indemnisation pour perte de chance est reconnue dans toutes les juridictions étudiées. En outre, ce type d'indemnisation est également requis sur la base de l'effet utile du droit communautaire. Sur la base du principe de l'effet utile, dans une affaire concernant des dommages causés par des violations du droit de la concurrence, la Cour européenne de justice a estimé qu'il s'agissait d'une composante nécessaire de l'indemnisation au même titre que la perte réelle. Voir CJEU, arrêt du 13 juillet 2006, Vincenzo Manfredi c. Lloyd Adriatico Assicurazioni SpA, affaire C-295/04, paragraphe 95.



il n'aurait pas conclu la transaction concernant les instruments financiers en question. En d'autres termes, la mesure à appliquer est celle qui place l'investisseur dans la situation où il se serait trouvé s'il n'avait pas conclu la transaction en question. Par conséquent, l'investisseur doit être préservé de toute conséquence économique découlant de la transaction. La mesure en question, d'un point de vue économique, équivaut à une annulation totale de la transaction. Afin de préciser les caractéristiques générales exposées ci-dessus, il convient de présenter un aperçu concis de la manière dont chacune des juridictions étudiées met en œuvre cette approche.

Parmi les juridictions étudiées, l'Allemagne se distingue par le fait qu'elle est la seule à avoir codifié par voie législative, dans certains cas, le montant des dommages-intérêts. En particulier, le législateur allemand a dicté le montant des dommages-intérêts applicables dans le cadre du régime spécial de responsabilité en matière de prospectus, qui prévoit une indemnisation des pertes liées à la transaction. Cette mesure s'applique dans tous les cas, quelle que soit la base factuelle de la réclamation. En ce qui concerne la responsabilité civile pour d'autres types d'informations défectueuses, la jurisprudence allemande prévoit l'alternative entre l'indemnisation des pertes liées à la transaction et l'indemnisation par la différence de prix en fonction du fondement de la demande de l'investisseur.

En ce qui concerne la mesure des dommages-intérêts dans le cadre de la responsabilité du fait des prospectus et afin d'assurer une indemnisation des pertes liées à la transaction, le droit allemand établit une distinction entre le cas où l'acquéreur des titres les détient encore au moment de la demande et le cas où l'acquéreur a déjà vendu les titres²²⁷. Si le demandeur **détient encore les titres**, la loi prévoit l'annulation de la transaction, l'investisseur devant rétrocéder les titres à l'émetteur en échange du prix d'achat payé²²⁸. Pour assurer la prévisibilité de l'étendue de la responsabilité, le montant du prix d'achat récupérable par l'investisseur est plafonné au montant du prix de l'offre²²⁹. En outre, étant donné que l'investisseur doit être placé dans la situation où il se trouverait si aucune transaction n'avait eu lieu, il a le droit d'obtenir le remboursement des frais accessoires habituellement liés à de telles transactions, tels que les frais de courtage.

Si l'investisseur a **vendu** ses titres, l'indemnisation complète est toujours assurée mais par un mécanisme différent. Dans ce cas, l'investisseur a le droit de réclamer la différence entre le prix d'achat et le prix de vente. Le montant du prix d'achat qui peut être réclamé est, là encore, plafonné au prix de l'offre. Dans tous les cas, il a également le droit de réclamer les frais accessoires liés à l'achat et à la vente, tels que les frais de courtage.

²²⁷ Article 9 de la WpPG. Voir également VERSE D. A., Germany, dans CONAC P.-H. et al., op. cit., note 14, p. 379.

²²⁸ Voir HABERSACK M., paragraphe 28. Prospekthaftung, dans HABERSACK M. et al., op. cit., note 13, p. 895.

²²⁹ Article 9(1) de la WpPG.



En ce qui concerne le moment de la vente, il n'est pas nécessaire, pour appliquer la disposition en question, que la vente ait précédé la révélation de l'information défectueuse²³⁰. Étant donné qu'après la révélation d'une information défectueuse, on peut s'attendre à une période de baisse des prix, la question de la faute de l'investisseur qui ne parvient pas à limiter les pertes potentielles en vendant les titres pourrait se poser. Toutefois, il est intéressant de noter qu'en Allemagne, l'application de la doctrine de la faute de la victime pour défaut de vente de titres en période de baisse des prix est exclue²³¹.

Ainsi, dans le cadre du régime spécial de responsabilité en matière de prospectus, une indemnisation des pertes liées à la transaction est assurée dans tous les cas, que l'investisseur détienne toujours les titres ou non et quelle que soit la base factuelle de la réclamation. Il n'est pas surprenant que cette mesure ait été critiquée par les spécialistes, qui estiment qu'elle déplace le risque de marché sur l'émetteur, puisque l'investisseur est également déchargé de la partie de la baisse du cours due à des raisons différentes de l'information défectueuse²³².

Contrairement au régime de responsabilité en matière de prospectus, le régime allemand relatif aux **informations *ad hoc* défectueuses** ne prévoit pas de mesure législative des dommages-intérêts²³³. Ainsi, la jurisprudence a dû prendre position quant aux recours disponibles, étant établi que l'investisseur ne pouvait bénéficier d'une protection que pour son intérêt négatif²³⁴.

En particulier, dans l'affaire de principe *IKB*, la Cour fédérale allemande a estimé qu'un investisseur lésé par des informations *ad hoc* défectueuses peut prétendre à deux mesures de dommages-intérêts : une indemnisation des pertes liées à la transaction ou une indemnisation fondée sur la différence de prix²³⁵. En principe, la compensation des pertes liées à la transaction est considérée comme appropriée lorsque l'investisseur invoque une violation de son libre arbitre en ce qui concerne la décision d'investissement²³⁶. En vertu de cette mesure, le risque de marché est transféré à l'émetteur, quelle que soit la raison spécifique qui a conduit à la baisse de prix. Il est intéressant de noter que ce type de transfert du risque de marché a été expressément déclaré acceptable par la Cour fédérale allemande²³⁷.

²³⁰ Voir HABERSACK M., paragraphe 28. *Prospekthaftung*, dans HABERSACK M. et al., op. cit., note 13, p. 896.

²³¹ *Ibid.*

²³² VERSE D. A., Germany, dans CONAC P.-H. et al., op. cit., note 14, p. 380.

²³³ *Ibid.*, p. 387.

²³⁴ Voir HELLGARDT A., Abschnitt 12, dans ASSMANN H.-D. et al., op. cit., note 77, p. 4180.

²³⁵ Voir Cour suprême fédérale allemande (BGH), arrêt du 13 décembre 2011, XI ZR 51/10, (*IKB*).

²³⁶ Voir HELLGARDT A., Abschnitt 12, dans ASSMANN H.-D. et al., op. cit., note 77, p. 4181.

²³⁷ Voir VERSE D. A., Germany, dans CONAC P.-H. et al., op. cit., note 14, p. 388, nt. 115. La possibilité d'appliquer la réparation *in natura* à une situation où la partie responsable n'est pas partie à un contrat a été considérée d'un œil critique par la doctrine allemande. Il a été avancé qu'une telle réparation forcerait l'émetteur à s'engager dans une transaction qu'il n'a jamais eu l'intention d'entreprendre. D'autre part, il a été souligné qu'un tel recours en nature vise à placer la victime (et non l'auteur de l'information défectueuse) dans la situation où elle se trouverait sans l'information défectueuse. Pour un aperçu de ce débat, voir PROROK J., op. cit., note 53, p. 228-229.



Toutefois, l'importance pratique de l'indemnisation des pertes liées à la transaction pour recouvrer les dommages dus à des informations *ad hoc* défectueuses est limitée. Cela s'explique notamment par les difficultés de preuve auxquelles est confronté le demandeur, à qui incombe la charge de la preuve de la causalité de la transaction.

Pour que l'indemnisation des pertes liées à la transaction soit complète, il convient de distinguer (comme en matière de responsabilité pour prospectus défectueux) selon que l'investisseur détient toujours les actions ou non. Si l'investisseur **détient toujours** les titres, il devra les restituer (ainsi que les avantages qu'il en a retirés, tels que les dividendes) à l'émetteur en échange du remboursement du prix d'achat qu'il a payé. Il en est ainsi même si l'émetteur n'est manifestement pas partie à une transaction sur le marché secondaire²³⁸. En revanche, si l'investisseur a **vendu** les titres, deux méthodes alternatives sont prévues pour garantir une indemnisation complète. D'une part, l'émetteur pourrait fournir à l'investisseur la quantité d'actions vendues en échange du prix de la vente. Ce mécanisme correspond à l'annulation de la transaction requise dans le cadre du régime de responsabilité en matière de prospectus. D'autre part, et plus facilement, l'investisseur pourrait recevoir la différence entre le prix d'achat et le prix de vente²³⁹.

Que l'investisseur détienne encore les titres ou non, il a le droit de demander les frais habituellement encourus dans le cadre d'un achat ou d'une vente de titres²⁴⁰. Le remboursement de ces frais est nécessaire pour effacer complètement les conséquences économiques de la transaction pour l'investisseur. En outre, l'investisseur est en droit de réclamer une perte de chance/un manque à gagner, dans la mesure où il peut prouver quel investissement alternatif il aurait entrepris²⁴¹.

L'indemnisation des pertes liées à la transaction pour traiter les cas d'informations *ad hoc* défectueuses a été fortement critiquée par la doctrine allemande, qui a appelé à une révision des conclusions de l'arrêt IKB²⁴². En particulier, il a été souligné que si le régime de responsabilité civile pour les informations *ad hoc* défectueuses protège le libre arbitre de l'investisseur, il n'est pas clair pourquoi seules les informations ayant un impact sur le prix peuvent donner lieu à une responsabilité²⁴³. La critique est particulièrement intéressante en ce qui concerne les **informations**

²³⁸ Voir HELLGARDT A., Abschnitt 12, dans ASSMANN H.-D. et al., op. cit., note 77, p. 4181 et 4184.

²³⁹ Ibid., p. 4185.

²⁴⁰ Ibid.

²⁴¹ Ibid.

²⁴² Ibid., p. 4182. L'indemnisation des pertes liées à la transaction pour le traitement d'informations *ad hoc* n'est critiquée qu'en référence au régime spécifique de l'article 98 de la WpHG, étant donné que l'indemnisation des pertes liées à la transaction est admise sans aucun doute en cas de violation intentionnelle des bonnes mœurs en vertu de l'article 826 du Code civil allemand.

²⁴³ En outre, il est avancé que la décision de s'abstenir d'une transaction donnée sur la base d'une information *ad hoc* devrait également donner lieu à une responsabilité. Voir HELLGARDT A., Abschnitt 12, dans ASSMANN H.-D. et al., op. cit., note 77, p. 4183.



ESG contenues dans les informations *ad hoc*²⁴⁴. En fait, si l'objectif est la réparation d'un préjudice causé au libre arbitre, il est avancé que même une information ESG défectueuse n'ayant pas d'impact clair sur le prix devrait donner lieu à une responsabilité, pour autant qu'elle soit à l'origine de la décision d'investir²⁴⁵.

En outre, en ce qui concerne les informations *ad hoc*, en dehors du régime spécial de responsabilité, la possibilité pour l'investisseur lésé de réclamer une indemnisation des pertes liées à la transaction est admise sur la base des dispositions générales du droit de la responsabilité civile. En particulier, en cas de violation intentionnelle des bonnes mœurs en vertu de l'article 826 du Code civil allemand et de violation intentionnelle ou par négligence grave d'une norme de protection en vertu de l'article 823, paragraphe 2, du Code civil allemand.

En ce qui concerne les **rapports financiers**, l'indemnisation des pertes liées à la transaction est considérée comme adéquate en cas de violation intentionnelle des bonnes mœurs en vertu de l'article 826 du Code civil allemand, alors qu'elle est généralement exclue en cas de violation par négligence grave en vertu de l'article 823, paragraphe 2, du Code civil allemand²⁴⁷. Dans ce dernier cas, en effet, on considère que les règles relatives à l'information périodique ne font que protéger la confiance des investisseurs dans la formation correcte du prix et ne peuvent donc pas être invoquées pour protéger les intérêts d'un investisseur individuel²⁴⁸. En outre, si la compensation des pertes liées à la transaction s'appliquait aux rapports financiers erronés, celle-ci déplacerait le risque de marché sur l'émetteur. Toutefois, il est clair que l'investisseur aurait été confronté à ce risque de marché même si le rapport financier avait été correct²⁴⁹.

En **Italie**²⁵⁰, les mesures de dommages et intérêts pour information défectueuse ont été développées au fil du temps par la jurisprudence et ne se sont pas complètement stabilisées. Par conséquent, l'analyse ci-dessous reflète un modèle schématique des solutions prévalant dans la jurisprudence publiée à ce jour²⁵¹. Indépendamment du caractère encore en évolution du système, les tribunaux

²⁴⁴ En ce qui concerne le régime de responsabilité pour les informations *ad hoc* ayant une pertinence ESG, il a été avancé que la responsabilité ne pouvait être fondée que sur la disposition de l'article 826 du Code civil allemand, en cas de préjudice intentionnel contre les bonnes mœurs. Voir BINGEL A., HOLTKAMP N., *Ad-hoc-Pflicht für Nachhaltigkeitsinformationen*, AG 13-14/2024, p. 489.

²⁴⁵ Le sujet est traité entre autres par FRANCK J.-U., *op. cit.*, note 103, p. 547.

²⁴⁶ Voir GBEKORS., *Schaden, Kausalität und Kausalitätsbeweis beim Schadensersatzanspruch des Anlegers wegen Verletzung der ad hoc-Publizitätspflicht*, Nomos, 2019, p. 120.

²⁴⁷ Voir HABERSACK M., paragraphe 28. *Prospekthaftung*, dans HABERSACK M. et al., *op. cit.*, note 13, p. 978.

²⁴⁸ *Ibid.*, p. 979.

²⁴⁹ *Ibid.*

²⁵⁰ Les informations présentées dans ce sous-chapitre sont en grande partie basées sur une note écrite détaillée fournie par les Professeurs Matteo Gargantini et Michele Siri.

²⁵¹ Voir notamment Cour d'appel de Milan, arrêt du 19 octobre 2023, *Anchor Series Trust et al. v. Saipem* ; Tribunal de Milan, arrêt du 18 mai 2017, n° 5894, *Finleonardo v. Unipolsai – Fondiaria* ; Cour d'appel de Milan, arrêt du 15 janvier 2014, n° 118, *REC et al v. Banca Italease et al.*



italiens font une distinction entre le scénario factuel dans lequel l'investisseur n'aurait pas acheté du tout s'il avait connu la vérité et celui dans lequel l'investisseur aurait quand même acheté mais à des conditions différentes²⁵². Cela permet aux tribunaux d'ajuster les mesures de dommages et intérêts en conséquence, souvent en recourant à une disposition du Code civil italien permettant aux tribunaux d'ajuster les dommages et intérêts en équité lorsque le calcul des dommages et intérêts est difficile ou impossible (article 1226 du Code civil italien).

En principe, une indemnisation des pertes liées à la transaction est exigée lorsque le tribunal est convaincu qu'en l'absence de l'information défectueuse, l'investisseur n'aurait pas conclu la transaction portant sur les instruments financiers concernés par l'information défectueuse. La jurisprudence italienne a examiné en particulier les cas d'achat à un prix excessif. Il reste à voir si les tribunaux italiens appliqueraient les mêmes conclusions en cas de vente à un prix excessivement bas, bien qu'une telle extension semble plausible à première vue. Dans le cas d'un achat à un prix excessif, le montant nécessaire pour indemniser l'investisseur doit en principe être égal au montant total déboursé pour la souscription afin de placer le plaignant dans la position dans laquelle il se trouverait s'il n'avait jamais conclu le contrat²⁵³.

Toutefois, le principe de la réparation des pertes liées à la transaction admis en principe par la jurisprudence italienne est soumis à deux corrections. Tout d'abord, les tribunaux italiens appliquent le principe de la faute de la victime. En effet, le montant dû à l'investisseur est en tout état de cause diminué du montant des dommages qu'il aurait évités en vendant le titre en temps utile. En effet, en vertu des principes généraux du droit de la responsabilité civile (articles 1227 et 2056 du Code civil italien), la personne lésée ne peut prétendre à une indemnisation pour les dommages qu'elle aurait pu éviter en faisant preuve d'une diligence ordinaire. Cette application du principe de la faute de la victime a été critiquée par la doctrine. En particulier, il a été souligné qu'elle oblige l'investisseur à vendre rapidement ses titres après la révélation de l'information en tant que défectueuse, même si cela n'a pas de sens d'un point de vue économique²⁵⁴.

Il existe également une deuxième limitation au principe de l'indemnisation des pertes liées à la transaction. En effet, dans certains cas, les tribunaux italiens - même lorsqu'ils ont été convaincus que l'investisseur n'aurait pas acheté ces titres spécifiques - ont encore déduit du montant à indemniser l'impact des tendances à la baisse du marché. De cette manière, le plaignant continue à supporter le risque du marché. Pour justifier cette approche, les tribunaux soulignent que même si les titres en question n'avaient pas été achetés, l'investisseur aurait quand même acheté des titres cotés en bourse, donc affectés par ces mêmes tendances du marché²⁵⁵.

²⁵² Voir AFFERNI G., *article préc.*, note 150, p. 876, à propos de l'affaire Italease.

²⁵³ Voir ARRIGONI M., *Nesso di causalità e quantum del risarcimento nella responsabilità da prospetto*, *Le Società* 12/2017, p. 1372, à propos de l'affaire Unipolsai.

²⁵⁴ ARRIGONI M., *article préc.*, note 251, p. 1374.

²⁵⁵ Voir BARBARESI V., *Responsabilità da false informazioni al mercato : prescrizione e risarcimento del danno*, *Le Società*, 8-9/2021, p. 971, note 20 et p. 973.



Compte tenu des deux corrections susmentionnées, la méthode permettant d'obtenir une indemnisation des pertes liées à la transaction dépend de la question de savoir si l'investisseur **détient toujours** les titres ou s'il les a déjà vendus. Si l'investisseur détient toujours les titres, il a le droit de recevoir le prix d'achat, déduction faite des dommages qu'il aurait évités en vendant les titres à temps et du montant de la baisse de prix due aux tendances générales du marché.

Si, en revanche, **des titres ont été vendus**, l'investisseur a droit à des dommages-intérêts d'un montant égal au prix d'achat moins le prix de vente. Toutefois, une réduction pour tenir compte de la faute de la victime peut s'appliquer en fonction du moment de la vente. En fait, les tribunaux devront évaluer si la vente a été effectuée suffisamment tôt pour empêcher la vérification d'autres dommages. Si le tribunal détermine que la vente visant à atténuer les dommages a été effectuée avec un retard déraisonnable, l'investisseur devra supporter les dommages dus à son action tardive. Ainsi, la différence entre le prix d'achat et le prix de vente sera réduite du montant des dommages que l'investisseur aurait pu éviter en vendant à temps. Dans ce cas, certains tribunaux italiens établissent le montant à actualiser en examinant le prix moyen des titres entre le moment où l'information défectueuse est révélée et le moment de la vente²⁵⁶.

Dans tous les cas, les dommages-intérêts auxquels l'investisseur a droit comprennent l'indemnité pour **perte de chance**, généralement fixée au taux d'intérêt officiel. Toutefois, l'investisseur peut démontrer d'avoir subi des dommages plus élevés et en être dédommagé²⁵⁷. En outre, l'investisseur a droit aux intérêts échus depuis la date du jugement jusqu'au paiement des dommages-intérêts.

En **Espagne**, la disposition légale relative à la **responsabilité en matière de prospectus** autorise explicitement l'indemnisation de « *tous les dommages et préjudices* » (*todos los daños y perjuicios*) subis par l'investisseur en raison de l'information défectueuse²⁵⁸. La législation ne donne pas d'autres indications sur la méthode de détermination de l'indemnisation. D'une manière générale, la mesure du dommage a été interprétée comme la différence entre le prix d'achat du titre et la valeur du titre en l'absence de l'information défectueuse²⁵⁹. Le paiement de cette différence de prix et le fait que l'investisseur conserve le titre à son prix résiduel garantissent une indemnisation des pertes liées à la transaction. En outre, la doctrine a souligné que la formulation très large de la disposition légale relative à la responsabilité en matière de prospectus permet à l'investisseur de réclamer d'autres préjudices, y compris celui de perte de chance²⁶⁰. Il est toutefois admis que la preuve d'investissements alternatifs et plus lucratifs pourrait être difficile à apporter.

En ce qui concerne la mesure des dommages-intérêts dans le cadre de la responsabilité civile **sur le marché secondaire**, la distinction en fonction de la base factuelle de la demande s'applique. En

²⁵⁶ Voir ARRIGONI M., art. préc., note 251, p. 1373.

²⁵⁷ Voir par exemple Cour d'appel de Milan, arrêt du 19 octobre 2023, *Anchor Series Trust et al v. Saipem*.

²⁵⁸ Article 38(2) de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.

²⁵⁹ Voir FUENTES NAHARRO M., Spain, dans CONAC P.-H. et al., op. cit., note 14, p. 611.

²⁶⁰ Ibid.



particulier, on considère qu'une indemnisation des pertes liées à la transaction doit être accordée lorsque l'investisseur n'aurait pas acheté les titres en l'absence de l'information défectueuse ²⁶¹

Au **Royaume-Uni**, en ce qui concerne le régime de **responsabilité en matière de prospectus** en vertu de l'article 90 du *FSMA*, il est suggéré que la mesure des dommages-intérêts soit déterminée par analogie avec celle applicable en vertu du *tort of deceit* de la *common law*. Celle-ci vise à placer la victime dans la position où elle se trouverait si la violation n'avait pas eu lieu²⁶². La mesure des dommages-intérêts dépendra du type de demande formulée par le plaignant, soit qu'il n'aurait pas acheté le titre en l'absence de l'information défectueuse, soit qu'il l'aurait quand même acheté, mais à des conditions différentes²⁶³. En outre, selon les principes généraux de la *common law*, toutes les pertes subies par l'investisseur et que l'auteur du délit aurait pu raisonnablement prévoir au moment de l'événement dommageable sont récupérables par l'investisseur²⁶⁴.

En ce qui concerne le montant des dommages-intérêts applicables en cas de **rapports financiers ou d'informations *ad hoc* défectueux** en vertu de l'article 90A du *FSMA*, il convient de souligner que cette disposition ne prescrit pas une mesure spécifique de dommages-intérêts. Ce manque d'intervention législative a été considéré comme non problématique dans le contexte de la *Davies Review*. En effet, il a été considéré que les questions de dommages et intérêts pour information défectueuse sont similaires à celles qui se posent dans d'autres secteurs. Il a donc été jugé superflu de contraindre les tribunaux avec une méthodologie spécifique²⁶⁵.

Malgré ce manque d'orientation, certains enseignements peuvent être tirés du récent arrêt dans l'affaire *Autonomy* - le premier à avoir appliqué cette disposition - même si le tribunal a réservé la discussion sur la mesure des dommages à un jugement ultérieur. En particulier, le tribunal a confirmé que la mesure dépend de la base factuelle de la demande²⁶⁶.

De même, la question de la récupération des coûts accessoires, tels que les coûts de transaction, n'a pas encore été résolue de manière concluante par les tribunaux britanniques.

Aux **Pays-Bas**, il n'y a pas encore d'orientation judiciaire claire sur le calcul des dommages-intérêts²⁶⁷. Cependant, plusieurs modèles de calcul des dommages-intérêts ont été développés

²⁶¹ *Ibid.*, p. 623.

²⁶² Voir MCMEEL G., *United Kingdom*, dans BUSCH D. et al., *op. cit.*, note 6, p. 591 - 592.

²⁶³ *Ibid.*, p. 592.

²⁶⁴ *Ibid.*

²⁶⁵ *Davies Final Report*, préc., note 85, paragraphe 60.

²⁶⁶ *High Court of Justice*, préc., note 56, paragraphe 4056.

²⁶⁷ Voir LENNARTS L. et ROEST J., *The Netherlands*, dans CONAC P.-H. et al., *op. cit.*, note 14, p. 490.



et sont discutés par la doctrine néerlandaise²⁶⁸. En général, ils reproduisent les caractéristiques examinées ci-dessus en référence aux autres juridictions étudiées.

3.1.2 - L'indemnisation pour différence de prix

Dans les juridictions étudiées, la mesure de l'indemnisation pour différence de prix est généralement accordée lorsqu'il est établi que, en l'absence d'informations défectueuses, l'investisseur aurait quand même acheté les titres, mais à des conditions différentes. L'investisseur a donc le droit d'être remis dans la situation où il se trouverait s'il avait conclu la transaction aux conditions qui auraient existé en l'absence de l'information défectueuse. Dans le cas d'un achat à un prix exagéré, l'investisseur lésé est en droit de réclamer la différence entre le prix d'achat et le prix hypothétique que les titres auraient eu en l'absence d'information défectueuse. En outre, dans le cadre de cette mesure des dommages, il est nécessaire d'exclure la diminution du prix des titres due à des facteurs différents de l'information défectueuse. Ce dernier montant est, en fait, l'expression du risque de marché auquel l'investisseur aurait été confronté même si l'information défectueuse n'avait pas existé. Pour préciser les traits généraux évoqués ci-dessus, il convient de fournir un résumé succinct de la manière dont chaque juridiction étudiée met en pratique cette approche.

En **Allemagne**, la mesure des dommages-intérêts par différence de prix est tout d'abord admissible en matière d'**informations ad hoc**. Le régime spécial allemand de responsabilité pour les informations *ad hoc* ne prévoit pas de disposition relative aux dommages, contrairement au cas de responsabilité pour prospectus qui exige une indemnisation des pertes liées à la transaction dans tous les cas²⁶⁹. Il appartenait donc aux tribunaux de déterminer le type de réparation dont pouvaient bénéficier les investisseurs lésés par des informations *ad hoc* défectueuses. Dans l'affaire IKB, la Cour suprême fédérale a estimé que dans de tels cas, deux mesures alternatives de dommages-intérêts s'appliquent, au choix de l'investisseur : l'indemnisation des pertes liées à la transaction ou l'indemnisation pour différence de prix.

L'indemnisation à laquelle l'investisseur a droit en vertu de cette dernière mesure est la différence entre le prix d'achat ou de vente et le prix hypothétique que les titres auraient eu si l'information

²⁶⁸ Pour un exemple détaillé des mesures de dommages-intérêts applicables en cas de responsabilité en matière de prospectus - sur la base de l'affirmation selon laquelle, en l'absence d'informations défectueuses, les actions n'auraient pas été achetées - voir FRANX J.P., *Prospectusaansprakelijkheid*, dans BUSCH D., et. al., *op.cit.*, note 26, paragraphe 8. Voir également l'analyse dans PIJLS A., *Determining Economic Loss Due to Misrepresentations on the Stock Market Using Forward Casting*, *European Company and Financial Law Review*, 2024, Vol. 21, n° 3-4.

²⁶⁹ En conséquence, l'indemnisation pour différence de prix n'est pas possible dans le cadre du régime allemand de responsabilité en matière de prospectus. Cela résulte d'un choix exprès du législateur allemand, puisque la WpPG impose la mesure des dommages-intérêts sous la forme d'une indemnisation des pertes liées à la transaction.



défectueuse n'avait pas existé²⁷⁰. En d'autres termes, le prix hypothétique que l'instrument financier aurait eu si l'émetteur avait respecté ses obligations en matière d'information *ad hoc*²⁷¹. Toutefois, l'investisseur n'est pas autorisé à réclamer une indemnisation pour les coûts liés à la vente ou à l'achat des titres, tels que les frais de courtage²⁷². Ceci est dû au fait que la demande peut donner lieu à une indemnisation pour différence de prix. Or, dans ce cas, la transaction aurait eu lieu même en l'absence d'informations défectueuses. Par conséquent, ces coûts de transaction auraient été encourus de toute façon. Néanmoins, l'investisseur lésé est en droit de demander une indemnisation pour perte de chance²⁷³.

Le calcul du prix hypothétique peut facilement donner lieu à des questions délicates. Comme solution, une partie de la doctrine suggère d'examiner l'impact de la fausse information sur le marché lorsqu'elle est divulguée. De cette manière, le prix après la divulgation de l'information erronée est utilisé comme approximation du prix hypothétique des titres²⁷⁴. Toutefois, une telle approche conduirait à un prix hypothétique qui inclut les réactions excessives du marché à la révélation qu'une information donnée est fausse. Pour éviter cet inconvénient, une autre partie de la doctrine suggère de déterminer le prix hypothétique en examinant la moyenne entre le prix au moment où l'information *ad hoc* défectueuse est publiée et le prix au moment où l'information défectueuse est révélée en tant que telle²⁷⁵.

Un problème spécifique lié au risque de réactions excessives du marché a été examiné en référence à ce que l'on appelle les **dommages à la réputation** (*Reputationsschaden ou Skandalschaden*). En particulier, il a été noté que la correction à la baisse des prix après l'exposition d'une information défectueuse ne reflète généralement pas seulement l'émergence de la vérité. Elle reflète également les effets négatifs sur la réputation de l'émetteur une fois qu'il est connu qu'il a enfreint les règles auxquelles il était soumis²⁷⁶. Ces dommages ne sont manifestement pas causés par la conclusion de la transaction en tant que telle. La question pourrait donc se poser de savoir si les atteintes à la réputation devraient également être indemnisées dans le cadre d'un modèle d'indemnisation des

²⁷⁰ D'un point de vue théorique, la doctrine souligne que le prix hypothétique peut ne pas coïncider avec la « valeur réelle » des titres, qui pourrait également dépendre d'informations qui ne sont pas connues même de l'émetteur à un moment donné, ou d'informations que l'émetteur n'était pas tenu de publier en vertu des règles sur la divulgation des informations *ad hoc* ; en revanche, le concept de valeur réelle est pertinent lorsqu'il s'agit d'accorder une indemnisation des pertes liées à la transaction et que l'investisseur détient toujours les titres. Dans ce cas, ce type d'indemnisation exige d'accorder la différence entre la valeur réelle des titres et le prix payé, voir SEULEN G., paragraphe 29. Haftung für fehlerhafte Sekundärmarktpublizität, dans HABERSACK M. et al., op. cit., note 13, p. 949.

²⁷¹ Voir HELLGARDT A., Abschnitt 12, dans ASSMANN H.-D. et al., op. cit., note 77, p. 4185.

²⁷² Ibid., p. 4188.

²⁷³ Ibid.

²⁷⁴ Ibid., p. 4186.

²⁷⁵ Ibid., p. 4186, note 540.

²⁷⁶ Ibid., p. 4187.



différences de prix²⁷⁷? La réponse de la doctrine est partagée, mais la jurisprudence de première instance sur l'information défectueuse a considéré que les dommages à la réputation doivent être indemnisés²⁷⁸. Toutefois, il suffit de noter l'impact de la position qui exclut la possibilité d'indemniser les dommages à la réputation. Dans ce cas, l'émetteur serait admis à prouver le montant des dommages liés au scandale, puisque plus ces dommages sont élevés, plus les préjudices indemnisables pour l'investisseur dans le cadre d'un modèle d'indemnisation de la différence de prix sont faibles²⁷⁹.

Les considérations illustrées ci-dessus révèlent la nature flexible de la mesure d'indemnisation de la différence de prix. En particulier, elles soulignent comment, dans le cadre de ce modèle, les dommages-intérêts accordés au demandeur peuvent être raisonnablement adaptés aux circonstances concrètes de l'affaire. C'est en effet en raison de cette flexibilité, qui permet une répartition équilibrée du risque de marché, que la doctrine allemande considère que cette mesure d'indemnisation est préférable pour traiter les informations *ad hoc* défectueuses²⁸⁰.

La mesure des dommages-intérêts pour différence de prix est applicable lorsque les dommages sont liés à des rapports financiers défectueux²⁸¹. En ce qui concerne la question du calcul applicable aux dommages causés par des rapports financiers défectueux, les considérations développées ci-dessus concernant les informations *ad hoc* s'appliquent également.

En conclusion sur le système allemand, il convient également de souligner que les dispositions générales du droit procédural confèrent aux juges un certain pouvoir discrétionnaire en matière de calcul des dommages-intérêts. En particulier, les tribunaux allemands peuvent évaluer les dommages et intérêts sur la base de leur libre arbitre en vertu de l'article 287 du Code de procédure civile allemand. Cette disposition ajoute un élément de flexibilité supplémentaire, en plus de celui intrinsèque à la mesure des dommages-intérêts pour différence de prix.

En **Italie** également, l'indemnisation par différence de prix est considérée comme applicable lorsque l'investisseur aurait de toute façon conclu la transaction, mais à des conditions différentes.

²⁷⁷ La question de l'indemnisation des dommages à la réputation ne se pose que dans les cas où est demandé l'indemnisation pour différence de prix. En fait, lorsque l'objectif est l'indemnisation des pertes liées à la transaction, ces dommages sont indemnisables par définition. Voir SEULEN G., paragraphe 29. *Haftung für fehlerhafte Sekundärmarktpublizität*, dans HABERSACK M. et al., op. cit., note 13, p. 948 - 949.

²⁷⁸ C'est le cas de la décision du tribunal de première instance de Stuttgart dans l'affaire Volkswagen, qui a statué de manière générale que les dommages collatéraux peuvent être indemnisés. Voir ROTHERMUND M., op. cit., note 217, p. 245 note 925.

²⁷⁹ Voir HELLGARDT A., Abschnitt 12, dans ASSMANN H.-D. et al., op. cit., note 77, p. 4187.

²⁸⁰ Ibid., p. 4184.

²⁸¹ Voir SEULEN G., paragraphe 29. *Haftung für fehlerhafte Sekundärmarktpublizität*, dans HABERSACK M. et al., op. cit., note 13, p. 978.



En effet, l'utilisation de l'indemnisation des pertes liées à la transaction est considérée comme injuste à l'égard du défendeur dans les cas où l'investisseur aurait de toute façon conclu la transaction. Comme indiqué, la jurisprudence italienne n'a pas développé de méthodologie uniforme quant au calcul de ces dommages, mais il est toutefois possible de reconstruire les caractéristiques générales du système.

La jurisprudence italienne a examiné en particulier les cas d'achat à un prix excessif. Il reste à voir si les tribunaux italiens appliqueraient les mêmes conclusions en cas de vente à un prix excessivement bas, bien qu'une telle extension semble plausible à première vue. Dans le cas d'un achat à un prix excessif, le préjudice à réparer est la différence entre le prix auquel les titres ont été achetés et le prix hypothétique au moment de l'achat²⁸². La discussion de la doctrine italienne sur les caractéristiques concrètes de ce calcul ressemble à celle exposée ci-dessus en référence à l'Allemagne. D'un point de vue opérationnel, les tribunaux italiens ont tendance à considérer la baisse du prix après que l'information défectueuse a été révélée en tant que telle pour en déduire le prix hypothétique²⁸³. Il a également été suggéré d'examiner le prix moyen du titre dans un laps de temps raisonnable après que l'information défectueuse a été révélée²⁸⁴.

Un élément important souvent discuté dans la jurisprudence et la doctrine italiennes concerne la nécessité d'éviter le transfert des risques du marché. Pour ce faire, des études d'événements sur l'évolution hypothétique du prix peuvent être nécessaires²⁸⁵. Les tribunaux italiens ont proposé plusieurs approches pratiques pour exclure de l'indemnisation la baisse de prix due aux tendances du marché sans s'embarquer dans de longues discussions techniques. En particulier, certains tribunaux ont exclu de l'indemnisation les tendances à la baisse mesurées soit sur le marché dans son ensemble, soit dans le secteur de marché donné dans lequel l'émetteur responsable est actif²⁸⁶.

Dans tous les cas, les dommages-intérêts auxquels l'investisseur a droit comprennent l'indemnité pour perte de chance, généralement fixée au taux d'intérêt officiel. Toutefois, l'investisseur peut

²⁸² Cette mesure de dommages-intérêts a été récemment consacrée par la Cour de cassation italienne. Voir *Cour de cassation italienne*, arrêt du 21 décembre 2024, n° 33841, paragraphe 25. Il est toutefois intéressant de relever que la Cour de cassation n'a pas expressément rattaché cette solution à une base factuelle (alléguée par le demandeur) déterminée.

²⁸³ C'est l'approche retenue par la Cour d'appel de Milan dans la récente affaire *Saipem*. Il a été observé que cette approche devrait être appliquée avec prudence, étant donné que le préjudice à réparer est la différence entre le prix d'achat et le prix hypothétique au moment de la transaction et non au moment de la réclamation, voir *BRUNO S., Responsabilità extracontrattuale dell'emittente per informazioni non corrette sul mercato finanziario, Le Società*, 5/2024, p. 612.

²⁸⁴ Voir *ARRIGONI M.*, article préc., note 251, p. 1373. Par exemple, le tribunal de première instance de Milan a considéré une fenêtre temporelle de trois mois dans l'affaire *Freedomland*. Voir *Tribunal de Milan*, arrêt du 25 juillet 2008, *LS et al v Freedomland et al*.

²⁸⁵ Voir *BARBARESI V.*, article préc., note 253, p. 972.

²⁸⁶ Par exemple, dans l'affaire *Freedomland*, le Tribunal de Milan a examiné les tendances à la baisse mesurées soit sur le marché dans son ensemble, soit dans le secteur de marché donné dans lequel l'émetteur responsable était actif. Voir *Tribunal de Milan*, arrêt du 25 juillet 2008, *LS et al v Freedomland et al*.



prouver qu'il a subi des dommages plus importants. En outre, l'investisseur a droit aux intérêts échus depuis la date du jugement jusqu'au paiement des dommages-intérêts.

Enfin, les tribunaux italiens peuvent recourir à une disposition du Code civil italien permettant aux tribunaux d'ajuster les dommages-intérêts en équité lorsque le calcul des dommages-intérêts est difficile ou impossible (article 1226 du Code civil italien). Les tribunaux italiens font très souvent usage de ce pouvoir pour parvenir à un calcul définitif des dommages, même lorsque des rapports d'experts sont disponibles.

Au **Royaume-Uni**²⁸⁷, en ce qui concerne le régime de **responsabilité du prospectus** en vertu de l'article 90 du *FSMA*, il est suggéré que la mesure des dommages-intérêts devrait être déterminée par analogie avec celle applicable en vertu du *tort of deceit* de la *common law*. Celle-ci vise à placer la victime dans la position où elle se trouverait si la violation n'avait pas eu lieu²⁸⁸. Il est donc évident que la mesure des dommages-intérêts dépendra du type de demande formulée par le plaignant, soit qu'il n'aurait pas acheté le titre en l'absence de l'information défectueuse, soit qu'il l'aurait quand même acheté, mais à des conditions différentes²⁸⁹. En outre, selon les principes généraux de la *common law*, toutes les pertes subies par l'investisseur et que l'auteur du délit aurait pu raisonnablement prévoir au moment de l'événement dommageable sont récupérables par l'investisseur²⁹⁰.

Il n'y a pas non plus d'orientation législative quant à la mesure des dommages-intérêts applicables en cas de **rapports financiers défectueux ou d'informations *ad hoc*** en vertu de l'article 90A du *FSMA*. Ce manque d'intervention législative a été considéré comme non problématique dans le contexte de la *Davies Review*. En effet, il a été considéré que les questions relatives aux dommages-intérêts en cas d'information défectueuse sont similaires à celles qui se posent dans d'autres secteurs. Il a donc été jugé superflu de contraindre les tribunaux avec une méthodologie spécifique²⁹¹.

Malgré ce manque d'orientation, certaines considérations peuvent être tirées du récent arrêt dans l'affaire *Autonomy* - le premier à avoir appliqué cette disposition - même si le tribunal a réservé la discussion sur la mesure des dommages à un jugement ultérieur. En particulier, le tribunal a confirmé que la mesure dépend de la base factuelle de la demande²⁹². Lorsque le plaignant affirme

²⁸⁷ Compte tenu de l'état du débat au Royaume-Uni et de l'absence d'informations concluantes, nous nous contentons ici de reproduire, pour la commodité du lecteur, les considérations déjà formulées au sujet de l'indemnisation des pertes liées à la transaction.

²⁸⁸ Voir *MCMEEL G., United Kingdom, dans BUSCH D. et al., op. cit., note 6, p. 591 – 592.*

²⁸⁹ *Ibid.*, p. 592.

²⁹⁰ *Ibid.*

²⁹¹ *Davies Final Report, préc., note 85, paragraphe 60.*

²⁹² *High Court of Justice, préc, note 56, paragraphe 4056.*



qu'il aurait quand même acheté, mais à des conditions différentes, il s'agit de déterminer quelles auraient été ces conditions alternatives²⁹³. Dans le cas spécifique de la société *Autonomy*, il s'agissait donc de déterminer à quel prix inférieur les actionnaires de la société cible auraient accepté l'offre de l'acquéreur²⁹⁴.

Au Royaume-Uni, dans les cas où le demandeur soutient qu'il n'aurait pas acheté les instruments financiers en l'absence d'informations défectueuses, la question de la recouvrabilité des coûts accessoires, tels que les coûts de transaction, n'ont pas encore été résolus de manière concluante par les tribunaux.

En **Espagne**, la mesure des dommages-intérêts dans le cadre de la responsabilité civile dépend de la distinction habituelle due à la base factuelle de la demande. En particulier, on considère qu'une compensation pour la différence de prix doit être accordée lorsque l'investisseur aurait quand même acheté les titres en l'absence de l'information défectueuse²⁹⁵.

Aux **Pays-Bas**, il n'y a pas encore d'orientation judiciaire claire en matière de calcul du préjudice. Cependant, plusieurs modèles de calcul des dommages et intérêts sont bien développés et discutés par la doctrine néerlandaise²⁹⁶. En général, ils reproduisent les caractéristiques examinées ci-dessus en référence aux autres juridictions étudiées.

3.2 - Le recours aux rapports d'experts

Les principes de la compensation intégrale et de la compensation pour différence de prix ne sont que le point de départ de l'évaluation du montant des dommages qui doivent être compensés dans un cas d'information défectueuse. En effet, dans certains cas, des évaluations complexes sont nécessaires pour évaluer le prix hypothétique des titres à un moment donné. Ces types d'évaluations sont particulièrement cruciaux en ce qui concerne l'indemnisation pour différence de prix, puisque dans ce cas, la détermination du prix hypothétique des titres est un élément incontournable du calcul. En outre, la détermination de la part du mouvement du prix qui est due à l'information défectueuse - et de celle qui est due à d'autres facteurs, tels que le risque général du marché - est essentielle pour procéder à l'allocation précise du risque de marché.

²⁹³ *Ibid.*, paragraphe 4056.

²⁹⁴ *Ibid.*, paragraphe 4058.

²⁹⁵ Voir FUENTES NAHARRO M., Spain, dans CONAC P.-H. et al., *op. cit.*, note 14, p. 623.

²⁹⁶ Pour un exemple détaillé des mesures de dommages-intérêts applicables en cas de responsabilité en matière de prospectus - sur la base de l'affirmation selon laquelle, en l'absence d'informations défectueuses, les actions n'auraient pas été achetées - voir FRANX J.P., *Prospectusaansprakelijkheid*, dans BUSCH D., et. al., *op.cit.*, note 26, paragraphe 8. Voir également l'analyse dans PIJLS A., article préc., note 266.



Notre analyse a révélé que dans les juridictions étudiées, il est courant de recourir à des avis d'experts pour aider les tribunaux à évaluer les demandes de dommages-intérêts. Les règles de procédure relatives à la commande et à l'évaluation d'un rapport d'expert sont différentes et dépendent des règles de procédure civile applicables aux affaires en question. Par exemple, les tribunaux allemands peuvent nommer des experts de leur propre chef, même en l'absence d'une demande spécifique des parties. De même, en Italie, les experts nommés par les tribunaux prennent généralement en considération les commentaires des experts des parties lorsqu'ils rédigent leur rapport final.

Dans d'autres juridictions, telles que le **Royaume-Uni**, malgré le fait que les rapports d'experts soient clairement utilisés, aucune affaire litigieuse n'a encore abouti à une décision judiciaire définitive fondée sur des rapports d'experts. Il a été suggéré que cela était dû au fait que les tribunaux gèrent souvent les procédures de responsabilité civile par le biais de procès fractionnés, en traitant d'abord les questions de responsabilité - par exemple, s'il y a eu une déclaration trompeuse et ce qui aurait dû être divulgué. Cette approche vise à encourager les règlements amiables avant de passer à la phase plus détaillée du quantum, où les pertes individuelles sont évaluées.

Plusieurs méthodes peuvent être utilisées par les experts pour réaliser leurs évaluations. La méthode la plus répandue est celle des **études d'événements** (*event studies*)²⁹⁷. Cependant, dans certains cas, des méthodes autres telles que la méthode des flux de trésorerie actualisés peuvent être appliquées. Le choix de la méthode d'évaluation des dommages est particulièrement délicat, car l'application de différentes méthodes à un même ensemble de faits peut conduire à des évaluations très différentes²⁹⁸.

Toutefois, les résultats obtenus par l'analyse des experts sont intégrés avec une certaine souplesse dans les décisions judiciaires relatives à l'étendue des dommages. En fait, ces rapports d'experts sont normalement interprétés à la lumière des pouvoirs généralement conférés aux tribunaux pour traiter les affaires dans lesquelles la détermination précise des dommages est difficile. Par exemple, des dispositions telles que l'article 287 du Code de procédure civile allemand et l'article 1226 du Code civil italien permettent aux tribunaux d'adopter un certain pouvoir d'appréciation dans la liquidation du montant des dommages-intérêts.

²⁹⁷ Pour une discussion sur l'utilisation des études d'événements en général, voir V. NORROS O., *article préc.*, note 212, p. 646 et s. Voir également PROROK J., *op. cit.*, note 53, p. 320.

²⁹⁸ Le phénomène selon lequel différents modèles d'évaluation aboutissent à des résultats très différents est documenté par FERRELL A., SAHA A., *Forward-casting 10b-5 Damages : A Comparison to Other Methods*, 2011, Harvard Law School Discussion Paper, disponible sur SSRN, p. 24. Les auteurs montrent comment, dans l'évaluation de la même étude de cas, trois méthodes différentes conduisent à une évaluation des pertes pertinentes par action de 14,25 \$, 8,11 \$ ou 1,11 \$ respectivement.



Une récente affaire italienne peut aider à illustrer certains des problèmes liés à l'utilisation de rapports d'experts. Ainsi, dans l'affaire *Saipem*, la Cour d'appel de Milan a été invitée à se prononcer sur une question de responsabilité civile due aux retards présumés avec lesquels l'émetteur avait informé le public de certaines informations susceptibles d'avoir un impact sensible sur le cours de bourse²⁹⁹. Une fois les informations pertinentes divulguées, l'ajustement à la baisse du prix des actions avait été d'environ dix euros. Afin de calculer l'étendue des dommages, il était donc nécessaire d'évaluer la valeur de l'action de l'émetteur si les informations *ad hoc* avaient été divulguées en temps utile.

Dans le litige en question, l'expert désigné par le tribunal a jugé inapproprié le recours à la méthode des études d'événements. En effet, à proximité temporelle de l'information prétendument défectueuse, plusieurs autres événements susceptibles d'avoir un impact sensible sur le cours de bourse avaient eu lieu. Entre autres, au cours de cette période, l'un des principaux actionnaires de *Saipem* avait vendu ses actions en dehors du marché réglementé par le biais d'une procédure accélérée de *book building*. Cela avait entraîné un ajustement à la baisse du prix des actions³⁰⁰. Dans ce contexte, la possibilité de distinguer précisément l'effet du retard de celui des autres facteurs de confusion a été jugée limitée.

Ainsi, le rapport d'expertise s'est appuyé sur la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (*discounted cash-flow method*). Selon ce modèle, la diminution de la valeur des actions a été estimée à environ trois euros. On peut supposer que cette évaluation a été jugée en contraste frappant avec l'ajustement réel à la baisse du prix du marché des actions, qui a été d'environ dix euros. Face à un tel écart valeurs, le tribunal a fait appel à ses pouvoirs d'équité en vertu de l'article 1226 du Code civil italien. Sur cette base, il a donc discrétionnairement évalué le dommage par action en faisant la moyenne des deux valeurs.

D'une part, le jugement en question illustre la difficulté à laquelle les tribunaux sont confrontés dans l'évaluation des dommages, même lorsque leurs délibérations sont étayées par des preuves d'experts. D'autre part, il révèle l'impact du pouvoir discrétionnaire des tribunaux dans la détermination des dommages-intérêts peuvent jouer dans l'obtention d'un niveau d'indemnisation jugé adéquat.

²⁹⁹ Voir Cour d'appel de Milan, arrêt du 19 octobre 2023, *Anchor Series Trust et al v. Saipem*. Même si l'affaire traitait d'une omission d'information *ad hoc*, ses conclusions sont applicables aux questions d'informations défectueuses de manière plus générale.

³⁰⁰ Voir BRUNO S., article préc., note 280, p. 602.



IV. Les aspects de droit procédural

L'efficacité des régimes de responsabilité civile pour information publique erronée ne dépend pas seulement des règles de droit matériel. En effet, la possibilité pour les investisseurs de se prévaloir des régimes de responsabilité dépend également de la juridiction compétente pour connaître des affaires de responsabilité pour information erronée (4.1), des formes de recours collectif disponibles (4.2) et de la mesure dans laquelle les frais de justice peuvent être recouvrés (4.3).

4.1 - La juridiction désignée

Les affaires impliquant la mise en jeu de la responsabilité civile pour informations défectueuses exigent normalement que la juridiction compétente procède à un examen de questions factuelles complexes et à un calcul difficile des dommages, en s'appuyant souvent sur des rapports d'experts.

Dans les juridictions étudiées, la compétence pour statuer sur la responsabilité civile en matière d'information défectueuse relève généralement des tribunaux ordinaires. Cependant, ces questions sont généralement confiées à des sections ou des chambres spécialisées dans les litiges commerciaux ou financiers, ce qui garantit que ces questions sont traitées par des juges ayant un certain degré d'expertise. Par ailleurs, un facteur supplémentaire peut favoriser le développement de la spécialisation de certaines juridictions. En effet, lorsque la compétence est fondée sur le siège de l'émetteur, les litiges ont tendance à se concentrer dans les grandes villes où les émetteurs cotés ont généralement leur siège. Par exemple, en Italie, les affaires sont souvent entendues à Milan ou à Rome, tandis qu'aux Pays-Bas, les litiges sont souvent menés à Amsterdam.

Certaines juridictions sont allées plus loin et ont créé des tribunaux spécialisés dans les questions liées au droit des affaires ou au droit des valeurs mobilières. Par exemple, aux Pays-Bas, les investisseurs ont la possibilité de saisir le tribunal de commerce néerlandais, qui se concentre sur les litiges commerciaux internationaux. Au Royaume-Uni, les affaires d'informations défectueuses dont la valeur est particulièrement importante peuvent être entendues par les juges de la « *Financial List* », qui se consacre spécifiquement aux litiges relatifs aux marchés financiers.

Pour clarifier les caractéristiques générales exposées ci-dessus, un aperçu concis de la manière dont chacune des juridictions étudiées attribue la compétence en cas de responsabilité civile pour des informations défectueuses significatives est nécessaire.

En **Allemagne**³⁰¹, les affaires d'information défectueuse sont engagées devant le tribunal régional (*Landesgericht*) compétent en fonction du siège de l'émetteur, indépendamment de la valeur de la

³⁰¹ Les informations présentées concernant l'**Allemagne** sont basées sur le rapport national exposé par les experts nationaux lors des auditions menées par le groupe de travail.



demande. Souvent, les tribunaux régionaux sont organisés en divisions spécialisées, avec certaines chambres dédiées aux affaires bancaires et aux marchés des capitaux.

En appel, les affaires sont entendues par les chambres spécialisées d'un tribunal régional supérieur (*Oberlandesgericht*). Enfin, la troisième instance - limitée aux questions de droit - est entendue par la Cour fédérale de justice (*Bundesgerichtshof*). Cette dernière est organisée en « sénats », chacun ayant un domaine de spécialisation donné. En cas d'information défectueuse, l'affaire peut être entendue par le sénat compétent en matière de prospectus ou par le sénat compétent en matière de droit des sociétés.

Toutefois, lorsqu'il s'agit d'actions de recours collectif au moyen de procédures modèle (*Kapitalanleger-Musterverfahren*), l'articulation du litige est différente. En effet, dans le cas d'une procédure modèle, les questions générales de responsabilité civile (concernant l'interprétation des obligations d'information, l'exigence de faute, etc.) sont abordées et tranchées par les juridictions régionales supérieures, tandis que les cas individuels seront ensuite tranchés par les juridictions inférieures, qui doivent considérer comme contraignante l'interprétation de la cour régionale supérieure (voir *infra* le chapitre sur les recours collectifs).

En **Italie**³⁰², la juridiction compétente pour les actions en responsabilité civile relatives aux cas d'informations défectueuses est celle des tribunaux ordinaires. Il convient toutefois de noter que le système juridique italien comprend, au sein des tribunaux civils, des sections spécialisées appelées « tribunaux des entreprises »³⁰³ (*tribunali delle imprese*). Par conséquent, si les litiges relatifs à des cas d'informations défectueuses relèvent des matières réservées par la loi au tribunal des entreprises, le tribunal civil ordinaire est compétent et, en son sein, le tribunal des entreprises est compétent.

Cette compétence englobe tous les litiges pour informations inexactes sur les marchés primaire et secondaire, à l'exception de ceux impliquant les seuls détenteurs d'obligations et uniquement lorsque ceux-ci déposent une plainte contre la société seule (au lieu de déposer alternativement ou cumulativement une plainte directe contre les administrateurs).

Plus récemment, la compétence exclusive des tribunaux des entreprises a été étendue aux actions collectives, quel que soit le fondement juridique de la demande de masse³⁰⁴.

En **Espagne**³⁰⁵, les tribunaux civils ordinaires sont compétents pour statuer sur les affaires de responsabilité civile en matière d'informations défectueuses, lorsque le défendeur est un

³⁰² Les informations présentées concernant l'**Italie** sont basées sur les passages pertinents d'une note écrite soumise au groupe de travail par les experts nationaux italiens.

³⁰³ Decreto Legislativo du 27 juin 2003, n° 168.

³⁰⁴ Article 840-ter du Code de procédure civile italien.

³⁰⁵ Les informations présentées concernant l'**Espagne** sont basées sur le rapport national exposé par les experts nationaux lors des auditions menées par le groupe de travail.



émetteur. Toutefois, pour engager la responsabilité des administrateurs des émetteurs, les plaignants doivent engager des procédures devant les tribunaux de commerce.

Aux **Pays-Bas**³⁰⁶, les affaires de responsabilité civile impliquant les informations défectueuses relèvent de la compétence des tribunaux ordinaires. Toutefois, en raison de la concentration des sociétés cotées en bourse et des institutions financières à Amsterdam, ces affaires sont généralement traitées par le tribunal de district d'Amsterdam en première instance et par la cour d'appel d'Amsterdam en appel.

Les litiges commerciaux internationaux peuvent également être menés devant le Tribunal de commerce des Pays-Bas (*the Netherlands Commercial Court*), tant en première instance qu'en appel. Ce tribunal, actif depuis 2019, a été créé pour renforcer la position des Pays-Bas en tant que pays de premier plan pour les litiges juridiques internationaux et peut être choisi pour les litiges internationaux concernant des questions commerciales ou civiles. Notamment, les litiges devant ce tribunal se déroulent entièrement en anglais et ses jugements sont également rendus en anglais. Toutefois, si l'affaire est portée en troisième instance devant la Cour suprême des Pays-Bas, la langue de l'affaire sera le néerlandais.

Le Tribunal de commerce des Pays-Bas traite un large éventail d'affaires commerciales, dont les affaires de responsabilité pour prospectus. D'une manière générale, sa compétence reste toutefois soumise aux règles de compétence internationale prévues par les règlements de l'UE.

Au **Royaume-Uni**, les plaintes liées aux informations défectueuses sont généralement entendues par les *Business and Property Courts* et plus particulièrement par les juges de la *Financial List*, sélectionnés pour leur expertise. Cette liste, établie depuis 2015, comprend des experts spécialisés dans les affaires qui requièrent une expertise particulière en matière financière, généralement d'une valeur égale ou supérieure à cinquante millions de livres sterling³⁰⁷.

4.2 - L'existence de recours collectifs et systèmes de compensation

Le risque de dommages étendus est une conséquence inéluctable de l'information défectueuse sur les marchés financiers, où un grand nombre d'investisseurs peuvent négocier sur de longues périodes un grand nombre d'instruments financiers³⁰⁸. Les effets d'une information défectueuse donnent souvent lieu à de nombreuses petites pertes individuelles qui, une fois agrégées, forment une masse considérable. Ainsi, l'existence d'un recours collectif en cas de responsabilité civile pour information défectueuse est en principe un facteur important pour protéger le droit des investisseurs lésés à obtenir réparation.

³⁰⁶ Les informations présentées concernant les **Pays-Bas** sont basées sur le rapport national exposé par les experts nationaux lors des auditions menées par le groupe de travail.

³⁰⁷ Voir Part 63A – *Financial List des Civil Procedure Rules*, 1998 n° 3132 (L. 17).

³⁰⁸ Voir BENÖHR I., *Collective Redress in the Financial Sector and the New EU Deal for Consumers*, *European Review of Private Law*, 2019, Vol. 27, n° 6, p. 1346, note 3.



En Europe, le sujet des recours collectifs reste très sensible, car le débat est façonné par les inquiétudes concernant les excès perçus des *class actions* à l'américaine³⁰⁹. Par conséquent, les mécanismes de recours collectif existant dans les juridictions étudiées sont souvent accompagnés de garanties strictes, ce qui, dans une certaine mesure, les rend moins attrayants pour les investisseurs lésés.

Les cadres juridiques des recours collectifs varient d'un pays à l'autre. La majorité des juridictions qui nous occupent suivent un modèle *opt-in*, exigeant des investisseurs qu'ils soient proactifs afin de bénéficier des avantages des formes de recours collectif disponibles. Les Pays-Bas et le Royaume-Uni constituent des exceptions, puisque ces juridictions prévoient des modèles de recours collectif sur le principe de l'*opt-out*, selon lequel l'investisseur lésé bénéficie des résultats de l'action collective à moins qu'il ne déclare explicitement sa volonté de ne pas être lié par ces résultats.

En guise d'alternative ou de complément aux recours collectifs, certains pays ont élaboré des solutions différentes, telles que le *Kapitalanleger-Musterverfahren* allemand - une procédure visant à centraliser la décision sur des questions communes tout en autorisant des actions ultérieures sur des questions individuelles - ou les règles néerlandaises sur le règlement des réclamations collectives de masse, qui encouragent les accords entre les organisations représentatives et les entreprises responsables au profit des investisseurs lésés.

Dans l'ensemble, l'expérience montre que les recours collectifs en Europe ont tendance à être très complexes et longs, et qu'ils n'aboutissent souvent pas à des résultats concluants. Dans ce contexte, les règlements à l'amiable servent fréquemment de mécanisme de résolution, en particulier aux Pays-Bas et en Allemagne, où ils marquent souvent la fin d'une procédure collective.

Dans ce contexte, le Royaume-Uni a expérimenté, au cours de la dernière décennie, l'implication des autorités réglementaires dans l'imposition ou la promotion de systèmes de compensation à la charge des entreprises jugées responsables d'un comportement préjudiciable. Une telle solution permet en principe d'éviter radicalement le recours à l'action judiciaire³¹⁰.

Parallèlement, dans des pays comme l'Italie et l'Espagne, l'expérience en matière de recours collectif reste limitée. Il reste à voir si les innovations récentes, telles que le nouveau système italien de recours collectif, modifieront sensiblement le paysage.

³⁰⁹ Voir GELTER M., *General Report*, dans CONAC P.-H. et al., *op. cit.*, note 14, p. 82.

³¹⁰ Sur l'exemple du Royaume-Uni, la doctrine de certains pays a proposé d'impliquer l'autorité des marchés financiers concernée dans l'octroi d'une indemnisation aux investisseurs lésés. Voir par exemple dans la doctrine néerlandaise BUSCH D., *Een rol voor de AFM bij afwikkeling van massaschade in de financiële sector*, *Ondernemingsrecht*, 2017/83, p. 459 et s. La doctrine française a également présenté des propositions similaires, voir par exemple ROBERT-HAWES M., *Some modest proposals to provide viable damage remedies for French investors*, dans TISON M., DE WULF H., VAN DER ELST C., et STEENNOT R. (éds.), *Perspectives in Company Law and Financial Regulation*, Cambridge University Press, 2009, p. 228.

³¹¹ Directive (UE) 2020/1828 relative aux actions représentatives visant à protéger les intérêts collectifs des consommateurs (JO L 409 du 4 décembre 2020, p. 1-27). Voir GSELL B., *The new European directive on the representative actions*, *Common Market Law Review*, 2021, Vol. 58, n° 5, p. 1355 et s.



D'un point de vue général, il convient de souligner une évolution récente au niveau de l'UE. En effet, la directive européenne (UE) 2020/1828 a harmonisé certains aspects des actions représentatives - c'est-à-dire intentées par une entité en représentation d'un groupe - en vue d'obtenir une injonction ou des dommages-intérêts dans l'intérêt des consommateurs lésés³¹¹. Ce texte législatif s'applique notamment aux cas de responsabilité en matière de prospectus et présente donc un intérêt pour la discussion du présent rapport³¹². Toutefois, la relative nouveauté de cet instrument rend complexe l'évaluation de ses effets.

Dans la partie suivante de ce chapitre, est abordée une vue d'ensemble des caractéristiques des mécanismes de recours collectif disponibles pour les cas d'information défectueuse sur les marchés financiers dans certaines juridictions concernées. Cet aperçu couvre à la fois les formes judiciaires et, le cas échéant, extrajudiciaires de recours collectif.

En **Allemagne**, le législateur a traité la question des recours collectifs avec une solution originale, sans se contenter de reproduire d'autres solutions potentiellement disponibles telles que la class action américaine ou l'action représentative³¹³. En particulier, le législateur allemand a conçu un système connu sous le nom de « *procédure modèle sur les marchés des capitaux* » (régi par la loi *Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz* ou *KapMuG*)³¹⁴. Cette forme de recours collectif est spécifiquement applicable aux dommages causés par « *l'information publique sur les marchés des capitaux* », qui englobe notamment les informations fournies dans les prospectus, les informations ad hoc et les rapports financiers³¹⁵.

La principale caractéristique du système est que les questions communes relatives à l'existence d'une information défectueuse sont tranchées par un tribunal régional supérieur (*Oberlandesgericht*), dont la décision finale est contraignante pour les tribunaux régionaux inférieurs (*Landesgericht*) qui doivent statuer sur les cas individuels, sur des questions telles que la causalité et le quantum³¹⁶.

³¹² Voir annexe I, n° 60 de la Directive (UE) 2020/1828.

³¹³ Voir *LANGE S., Einleitung, dans VORWERK V. et WOLF C., Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz Kommentar, Beck, 2020, 2^e édition p. 18.*

³¹⁴ *Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz* du 19 octobre 2012 (BGBl. I 2012 S. 2182) ci-après, « *KapMuG* ». La mise en place de la procédure relative aux marchés des capitaux trouve son origine dans l'affaire *Deutsche Telekom* de 2001. Dans cette affaire, environ 17 000 investisseurs ont intenté des actions en responsabilité civile en matière de prospectus auprès du tribunal de première instance de Francfort contre *Deutsche Telekom*, ce qui a rapidement conduit à l'encombrement du tribunal de première instance. Sur l'affaire *Deutsche Telekom*, voir en général *TILP A. et ROTH T., The German Capital Market Model Proceedings Act as Illustrated by the Example of the Frankfurt Deutsche Telecom Claims, dans VAN BOOM W.H. et WAGNER G. (éds.), Mass Torts in Europe: Cases and Reflections, De Gruyter, 2014, p. 131 et s.*

³¹⁵ Comme indiqué respectivement aux articles 1(2)(1), 1(2)(6) et 1(2)(8) de la *KapMuG*.

³¹⁶ Notez que le régime *KapMuG* a été récemment réformé pour résoudre des problèmes tels que la durée excessive des procédures, comme le montre la procédure modèle contre *Porsche* et *Volkswagen*, entamée en 2016. Voir *STÜBINGER M. et RODE P., Die Reform des Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes, AG 17/2024, p. 240.*



Les procédures peuvent être décrites à travers leurs trois étapes principales³¹⁷. La première phase est celle de la demande de procédure modèle. En particulier, il est nécessaire qu'au moins dix demandes d'établissement d'une procédure modèle soient déposées auprès du tribunal de première instance. Les demandes doivent découler d'actions en responsabilité civile pendantes devant un tribunal régional inférieur et doivent expliquer pourquoi les questions proposées pour l'affaire modèle sont également pertinentes pour d'autres actions similaires³¹⁸. De plus, les demandes peuvent être présentées à la fois par les plaignants et les défendeurs dans de telles actions.

Si le tribunal régional de première instance estime que les demandes sont fondées, celles-ci sont inscrites au registre des demandes (*Klageregister*) et l'établissement d'une procédure modèle est annoncé publiquement³¹⁹. En conséquence, toutes les affaires de responsabilité civile en cours qui dépendent des mêmes circonstances que celles qui seront établies dans la procédure modèle peuvent être suspendues à la demande des demandeurs³²⁰. Le tribunal de première instance émet alors une ordonnance de renvoi énonçant les éléments à établir (*Feststellungsziele*) dans la procédure modèle, et transmet cette ordonnance au tribunal régional supérieur.

La deuxième phase consiste en la conduite de la procédure modèle devant le tribunal régional supérieur, qui peut, si nécessaire, reformuler les éléments à établir tels qu'ils ont été définis par les juridictions inférieures³²¹. À ce stade, le tribunal régional supérieur désigne un demandeur et un défendeur modèles pour mener l'affaire. Les autres plaignants dans les procès qui ont été suspendus sont considérés comme des « *participants* » à la procédure modèle. En tant que tels, ils conservent le droit d'intervenir dans la procédure, pour autant que leur intervention ne soit pas en contradiction avec celle du plaignant modèle³²². Les procédures modèles se déroulent conformément aux règles

³¹⁷ Voir REUSCHLE F., *Das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz: Erfahrungen und Perspektiven*, dans REDENIUS-HÖVERMANN J et HALFMEIER A., *Kapitalmarkt und kollektiver Rechtsschutz*, CH. Beck., 2022, p. 80.

³¹⁸ Articles 2(1) et 2(3) de la KapMuG.

³¹⁹ Articles 4 et 5 de la KapMuG.

³²⁰ Article 10(2) de la KapMuG. Dans la version précédente de la loi, la suspension était déterminée automatiquement. La suspension nouvellement introduite sur une base volontaire a été justifiée par la nécessité de réduire le nombre de participants à la procédure modèle afin d'accélérer la procédure. En ce qui concerne la tension entre ce raisonnement et d'autres objectifs de la procédure modèle, tels que la préservation d'une jurisprudence unitaire et l'allègement de la charge des juridictions inférieures, voir KIRCHNER C., LÜHMANN T. et TAUFMANN J., *Reform des Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes*, 2024, *Neue Juristische Wochenschrift*, p. 2362.

³²¹ Article 9(1) de la KapMuG.

³²² Entre autres choses, les participants (c'est-à-dire les plaignants dans les procès suspendus) peuvent demander d'élargir la portée des éléments à établir par le tribunal supérieur, voir l'article 12 de la KapMuG.



générales de la procédure civile³²³. Toutefois, des règles de preuve particulières s'appliquent. Ainsi, le tribunal peut ordonner au défendeur ou à un tiers de fournir des documents³²⁴.

Une fois la procédure modèle ouverte, afin d'assurer une large protection des intérêts des investisseurs, les réclamations qui n'ont pas encore fait l'objet d'une action peuvent être communiquées au Tribunal régional supérieur, ce qui a pour effet de suspendre le délai de prescription relatif à ces demandes³²⁵.

Le résultat d'une procédure modèle peut être de deux types. D'une part, l'action judiciaire peut se terminer par une décision qui statue sur les éléments à établir ; dans ce cas, la décision est susceptible d'appel devant la Cour suprême fédérale³²⁶. Notamment, le Tribunal régional supérieur peut également rendre des arrêts partiels types afin d'accélérer la procédure globale³²⁷.

D'autre part, les procédures modèles peuvent se terminer par une transaction ou règlement à l'amiable (*Vergleich*) entre les parties modèles. En particulier, les parties à la procédure modèle peuvent soit soumettre une proposition de règlement à l'amiable au tribunal, soit accepter une proposition de règlement présentée par le tribunal lui-même³²⁸. Les participants peuvent notamment formuler des commentaires sur la proposition de règlement à l'amiable³²⁹. Une fois que le règlement a été approuvé par le tribunal, il prend effet à moins que plus de 30 % des participants ne communiquent leur refus du règlement³³⁰.

La troisième phase de la procédure modèle est la poursuite des actions individuelles en première instance. En particulier, à ce stade, les tribunaux de première instance sont liés par la décision adoptée à l'issue de la procédure modèle et doivent rendre leur décision sur des questions individuelles telles que le lien de causalité et le montant des dommages-intérêts.

³²³ Certaines exceptions s'appliquent, voir l'article 14 de la KapMuG.

³²⁴ Voir l'article 17 de la KapMuG. En conséquence, le tribunal peut également exiger des demandeurs, des participants ou des tiers qu'ils produisent les éléments de preuve nécessaires à la défense du défendeur. Compte tenu des problèmes de preuve rencontrés par les demandeurs, la doctrine a souligné que cette réforme des règles de preuve inciterait fortement les demandeurs à recourir à des procédures modèles. Voir KIRCHNER C. et al., article préc., note 318, p. 2363. Toutefois, il a également été souligné que ces nouvelles règles augmentent le risque que les documents internes des entreprises deviennent accessibles au public. Voir STÜBINGER M. et al., article préc., note 314, p. 241.

³²⁵ Cette communication doit être faite au Tribunal régional supérieur dans un délai de six mois à compter de l'ouverture de la procédure type. Voir l'article 13 de la KapMuG. Sur l'ancien article 10 de la KapMuG, voir WIGAND J., paragraphe 10 KapMuG - *Anmeldung eines Anspruchs*, dans VORWERK V. et al., op. cit., note 311, p. 147 et s.

³²⁶ Article 23 de la KapMuG.

³²⁷ Voir STÜBINGER M. et al., article préc., note 314, p. 241.

³²⁸ Article 20(1) de la KapMuG.

³²⁹ Article 20(1) de la KapMuG.

³³⁰ Article 21(3) de la KapMuG.



Les procédures modèles ont été testées dans la pratique depuis 2001, par exemple dans les affaires *Deutsche Telekom*, *Steinhoff* et, plus récemment, *Wirecard*. Il est donc possible de procéder à une évaluation générale de leurs avantages et de leurs inconvénients. En ce qui concerne leurs avantages, les procédures modèles permettent d'éviter des jurisprudences contradictoires³³¹ et la duplication de la collecte et de l'évaluation des preuves. Plus généralement, elles contribuent à alléger le fardeau des juridictions inférieures qui, en cas de dommages de masse, pourraient être facilement encombrées. En ce qui concerne la protection des investisseurs, elles sont importantes pour garantir l'accès à la justice même aux investisseurs dont les dommages subis peuvent être trop faibles pour qu'il vaille la peine de les poursuivre individuellement³³².

Cependant, malgré ces avantages, plusieurs défauts sont souvent reconnus. En effet, on reconnaît généralement l'extrême complexité de ces procédures, qui contribue à leur durée excessive. Jusqu'à présent, l'expérience a montré qu'elles peuvent durer des décennies, comme ce fut le cas dans l'affaire qui a inspiré leur introduction, à savoir *Deutsche Telekom*. En outre, jusqu'à présent, les procédures modèles les plus importantes n'ont pas abouti à une clarification judiciaire de la question de fond sous-jacente, mais ont été résolues par le biais de règlements à l'amiable.

Une autre question se pose quant au rôle de la *KapMuG* dans le contexte plus large des régimes de recours collectif prévus par le droit allemand. Initialement, cette loi devait être temporaire, mais elle a été prolongée jusqu'à maintenant. Entre-temps, le législateur allemand a transposé la directive européenne sur les actions représentatives³³³. Cela pourrait poser des problèmes quant à la relation entre les deux types d'actions. En effet, différents plaignants pourraient intenter les deux types d'actions en parallèle pour les mêmes questions ; par conséquent, des différences dans les décisions rendues à la suite des différents types d'actions ne peuvent pas être exclues³³⁴.

Aux **Pays-Bas**, deux voies principales permettent d'obtenir une indemnisation en cas de dommages de masse dus à une information défectueuse sur les marchés des capitaux. En particulier, le droit néerlandais prévoit des actions collectives représentatives et la possibilité pour les tribunaux de rendre contraignant un accord entre la personne morale et une entité représentative en vue de l'indemnisation des investisseurs lésés³³⁵.

³³¹ Voir STÜBINGER M. et al., art. préc., note 314, p. 240.

³³² Voir RADTKE-RIEGER A., paragraphe 1 *KapMuG - Anwendungsbereich*, dans VORWERK V. et al., op. cit., note 311, p. 34.

³³³ Voir Gesetz zur gebündelten Durchsetzung von Verbraucherrechten du 8 octobre 2023 (BGBl. 2023 I Nr. 272, S. 2).

³³⁴ Article 1(3) de la *KapMuG*. V. BAYAT G., *Die Prospekthaftung im Abhilfeverfahren*, Zeitschrift für Bank - und Kapitalmarktrecht, 2024, p. 224.

³³⁵ Voir LENNARTS L. et ROEST J., *The Netherlands*, dans CONAC P.-H. et al., op. cit., note 14, p. 499.



Il existe tout d'abord l'**action collective représentative**, prévue par les articles 3:305a à 3:305d du Code civil néerlandais. En vertu de ces dispositions, l'initiative de mettre en place une action collective est réservée aux entités juridiques qui sont mandatées par leurs statuts pour représenter les intérêts d'un ensemble d'investisseurs. En particulier, ces entités représentatives peuvent être soit des entités préexistantes dotées d'un mandat général de protection des investisseurs, soit des entités établies *ad hoc* pour la poursuite d'une action collective contre un défendeur spécifique³³⁶. Notamment, le juge ne peut admettre une action représentative que si l'entité représentative est jugée suffisamment représentative et adéquate pour protéger les intérêts des investisseurs : par exemple, l'action collective peut être déclarée irrecevable si l'entité représentative ne possède pas l'expertise et les connaissances suffisantes nécessaires pour mener une action collective³³⁷.

En tout état de cause, une action collective n'est recevable que si l'entité représentative a préalablement tenté de parvenir à un règlement à l'amiable avec le défendeur potentiel³³⁸. En ce qui concerne la conduite de l'action collective, les règles ordinaires de la procédure civile s'appliquent. Il convient toutefois de mentionner que cette action collective fonctionne sur la base d'un *opt-out*, du moins pour les investisseurs domiciliés aux Pays-Bas. En effet, pour ne pas être lié par le jugement rendu à l'issue de l'action collective, l'investisseur devra déclarer expressément son intention. Pour les investisseurs domiciliés en dehors des Pays-Bas, la décision n'est contraignante que pour ceux qui ont opté pour la participation ; toutefois, un tribunal peut toujours ordonner un système d'*opt-out* pour les investisseurs étrangers à la demande de l'une des parties au litige.

Dans le passé, les actions représentatives ne pouvaient aboutir qu'à un jugement déclaratif selon lequel la société défenderesse avait agi de manière fautive³³⁹. On considérerait en effet qu'une action collective n'était pas l'outil adéquat pour traiter la question spécifique de l'indemnisation des investisseurs³⁴⁰. Ainsi, auparavant, les investisseurs lésés devaient procéder à des actions individuelles pour la quantification des dommages sur la base d'un jugement déclaratoire. Cependant, actuellement, les actions collectives peuvent également être utilisées pour obtenir une décision sur les dommages-intérêts³⁴¹.

³³⁶ Voir BOSSELAAR M., *Collectief schadeverhaal in de financiële sector; easier said than done!?*, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 9/2022, p. 206. Les deux entités qui se sont montrées particulièrement actives dans la poursuite des actions collectives dans l'intérêt des investisseurs lésés sont la VEB (*Vereniging van Effectenbezitters*) et *Consumentenbond*.

³³⁷ Voir 305a(2) du Code civil néerlandais.

³³⁸ Voir 305a(3)(c) du Code civil néerlandais.

³³⁹ Voir ARONS T.M.C., *Collectieve geschilbeslechting in de financiële sector*, dans BUSCH D. et al., *op. cit.*, note 26, p. 637 et s.

³⁴⁰ Voir LENNARTS L. et ROEST J., *The Netherlands*, dans CONAC P.-H. et al., *op. cit.*, note 14, p. 503.

³⁴¹ L'innovation consistant à permettre aux entités représentatives d'obtenir non seulement un jugement déclaratoire mais aussi une décision sur les dommages et intérêts a été introduite par la *Wet Afwikkeling Massaschade in Collectieve Actie (WAMCA)*, en vigueur depuis le 1^{er} janvier 2020. Voir ARONS T.M.C., *préc.*, dans BUSCH D. et al., *op. cit.*, note 26, p. 640. Les décisions sur les dommages-intérêts dans le contexte des actions collectives sont souvent basées sur un calcul abstrait effectué en référence à une division des investisseurs en groupes.



Depuis son introduction, l'outil des actions collectives représentatives a été utilisé dans plusieurs affaires très médiatisées contre des sociétés actives dans le secteur financier, telles que Fortis, Converium et DES. Au cours de notre analyse, il a été suggéré que la réforme de 2016, qui a permis des demandes collectives de dommages et intérêts, a légèrement fait pencher la balance en faveur des investisseurs. En effet, le fait de savoir que les tribunaux peuvent accorder des dommages-intérêts à l'échelle collective peut inciter les entreprises à rechercher un règlement à l'amiable. Cette suggestion semble renforcée par le fait que de nombreuses actions collectives se sont en effet terminées par des règlements confirmés par la cour d'appel d'Amsterdam, comme nous l'expliquons plus en détail ci-dessous.

En effet, la deuxième voie de recours collectif prévue par le droit néerlandais est la disposition relative aux **règlements collectifs** (*overeenkomsten*) visant à garantir l'indemnisation des dommages de masse, prévue aux articles 7:907 à 7:910 du Code civil néerlandais et aux articles 1013 à 1018a du Code de procédure civile néerlandais. Cet outil juridique, introduit en 2005, permet aux entités représentatives dont les statuts prévoient un mandat de protection des investisseurs de négocier un règlement avec une entreprise afin de garantir que cette dernière verse une indemnisation aux victimes de ses fautes.

Une fois qu'un accord a été conclu sur un projet de règlement, il doit être approuvé par la Cour d'appel d'Amsterdam et devient ainsi contraignant pour toutes les personnes ayant droit à une indemnisation³⁴². Notamment, la cour peut rejeter la proposition des parties si elle semble déraisonnable. Par exemple, si le montant de l'indemnisation semble trop faible au regard de l'ampleur des dommages causés par l'entreprise responsable³⁴³. Une fois le règlement approuvé, les termes du règlement sont généralement rendus publics et publiés sur le site internet de l'entité représentative.

Comme pour le mécanisme de recours collectif, une autonomie est reconnue aux investisseurs lésés qui ne souhaitent pas être liés par les résultats du recours collectif. En effet, les investisseurs dont les droits entrent dans le champ d'application du règlement peuvent s'y soustraire une fois que le tribunal a approuvé le règlement³⁴⁴. La possibilité de se retirer peut inciter les tribunaux à examiner de manière adéquate les règlements proposés³⁴⁵. Si les investisseurs sont convaincus qu'ils peuvent obtenir un montant d'indemnisation plus élevé par le biais d'une autre voie, ils peuvent simplement se retirer du règlement qu'ils considèrent comme inadéquat³⁴⁶.

³⁴² Article 7:907(1) du Code civil néerlandais.

³⁴³ Article 7:907(3)(b) du Code civil néerlandais.

³⁴⁴ Article 7:908(2) du Code civil néerlandais.

³⁴⁵ Voir la discussion dans le règlement sur Fortis/Aegeas, où le tribunal reconnaît explicitement la relation entre l'adéquation du montant de l'indemnisation et les chances que les investisseurs puissent se retirer du règlement.

³⁴⁶ Voir ARONS T.M.C., préc., dans BUSCH D. et al., op. cit., note 26, p. 650.



L'outil de règlement des dommages de masse a été appliqué à plusieurs reprises dans la pratique jusqu'à présent. Parmi les cas les plus marquants, figurent les affaires *Dexia*, *Shell*, *Converium* et *Fortis/Aegeas*, souvent précédées de procédures de recours collectif³⁴⁷. Par exemple, le règlement de l'affaire Fortis prévoyait l'indemnisation des actionnaires qui avaient acquis ou conservé leurs actions pendant des périodes déterminées au cours desquelles le prix des instruments financiers avait été perturbé par des informations défectueuses concernant, entre autres, le projet de rachat d'ABN AMRO par Fortis³⁴⁸. Pour calculer le montant de l'indemnisation due, le règlement a divisé les investisseurs en acheteurs et en détenteurs³⁴⁹. Il a ensuite fixé pour chaque période concernée le montant de l'indemnisation due par action respectivement aux acheteurs et aux détenteurs³⁵⁰.

Il est intéressant de noter que les actionnaires qui ont été proactifs en intentant une action contre *Fortis/Aegeas* ou en adhérant à une organisation représentative ont été récompensés par une augmentation de 25 % de la compensation de base à laquelle ils avaient droit³⁵¹. Cette différence a été justifiée par le fait qu'autrement, les demandeurs non actifs auraient bénéficié des résultats de l'action collective sans avoir contribué à ses coûts, par exemple par le biais de cotisations ou de commissions de succès dues aux organisations représentatives³⁵². Enfin, le montant que la société devra déboursier est plafonné à un montant nominal maximum, ce qui permet à la société d'avoir une certitude quant aux coûts du règlement³⁵³.

Cette expérience des règlements collectifs aux Pays-Bas a toutefois révélé une lacune importante. En effet, le paiement des montants convenus dans le cadre d'un règlement a tendance à être lent. Dans plusieurs cas, les paiements complets n'ont été finalisés qu'après plusieurs années. Par exemple, le règlement de l'affaire *Fortis/Aegeas* évoquée ci-dessus a été déclaré contraignant en 2018, mais les paiements dus par *Fortis/Aegeas* n'ont été entièrement exécutés qu'en juin 2022³⁵⁴.

³⁴⁷ Pour une liste des huit cas de règlement jusqu'en 2021 et d'autres références, voir ARONS T.M.C., préc., dans BUSCH D. et al., op. cit., note 26, p. 652.

³⁴⁸ Voir la décision de la Cour d'appel d'Amsterdam rendant obligatoire le règlement à l'amiable dans l'affaire *Fortis/Aegeas*. Voir Cour d'appel d'Amsterdam, arrêt du 13 juillet 2018 sur l'affaire *Fortis/Aegeas* (ECLI:NL:GHAMS:2018:2422), paragraphe 4.

³⁴⁹ Il est intéressant de noter que pour justifier le droit à l'indemnisation des investisseurs qui s'étaient limités à détenir leurs actions, les entités représentatives ont soutenu la nécessité de compenser la perte de chance de pouvoir investir autrement. Voir Cour d'appel d'Amsterdam, arrêt du 13 juillet 2018 sur l'affaire *Fortis/Aegeas*, paragraphes 5.28 et 5.33.

³⁵⁰ Voir Cour d'appel d'Amsterdam, arrêt du 13 juillet 2018 sur l'affaire *Fortis/Aegeas*, paragraphes 4.3 et 4.4. Approximativement, pour chaque période pertinente, les détenteurs avaient le droit de recevoir environ la moitié de l'indemnisation due aux acheteurs.

³⁵¹ Voir Cour d'appel d'Amsterdam, arrêt du 13 juillet 2018 sur l'affaire *Fortis/Aegeas*, paragraphes 4.2 et 4.7.

³⁵² *Ibid.*, paragraphe 5.1.3.

³⁵³ *Ibid.*, paragraphes 4.5 et 4.7, 4.8.

³⁵⁴ Voir BOSSELAAR M., article préc., note 334, p. 207. Pour plus de détails sur le délai encore plus long nécessaire au paiement de l'accord conclu par *Dexia*, voir V. BOSSELAAR M., article préc., note 334, p. 207, nt. 12.



Au **Royaume-Uni**, le recours à la réparation collective en matière de responsabilité civile sur les marchés des capitaux se développe lentement, comme en témoignent certains cas d'actions collectives entreprises dans le sillage de la crise financière mondiale³⁵⁵. Outre certaines formes de *case management*³⁵⁶, les recours collectifs en droit anglais sont assurés par des actions collectives représentatives.

En droit anglais, les **actions représentatives** permettent à un demandeur ou à un groupe de demandeurs d'intenter une action en son nom propre, mais aussi en tant que représentant d'un groupe plus large de personnes partageant le « *même intérêt* »³⁵⁷. Même si les personnes partageant ces intérêts ne sont pas parties aux actions représentatives³⁵⁸, elles peuvent bénéficier des résultats des actions représentatives anglaises puisque ces dernières sont caractérisées par un principe d'*opt-out*. Selon ce principe, les demandeurs potentiels n'ont pas besoin d'être activement impliqués dans l'action, ni même d'avoir connaissance de l'action en cours³⁵⁹.

Malgré son potentiel, le recours en question n'a traditionnellement pas été beaucoup utilisé en raison de plusieurs limitations. Tout d'abord, les tribunaux anglais ont tendance à interpréter de manière très restrictive l'exigence du « *même intérêt* » en ce qui concerne l'objet du litige³⁶⁰. Par exemple, dans les litiges relevant du droit des marchés financiers, on peut considérer que le « *même intérêt* » n'existe pas puisque les actionnaires n'ont pas acheté leurs actions dans le cadre du même contrat d'achat d'actions. De même, les réparations individuelles demandées sont considérées comme étant toutes différentes les unes des autres, puisque chaque demandeur cherche à obtenir une mesure de dommages-intérêts adaptée à sa propre perte³⁶¹. En outre, en principe, ce type d'action n'est pas considéré comme approprié pour évaluer le montant des dommages-intérêts dus, puisque la détermination du tribunal devrait se limiter au « *même intérêt* » des demandeurs. Toutefois, la

³⁵⁵ DAVIES M., MIDDLETON O. et WATRET T., *The Increasing Prevalence of Class Actions in the UK, 2021, Business Law Review*, Vol. 42, n° 4, p. 168.

³⁵⁶ Le Group Litigation Order (GLO) est un outil de case management relevant de l'article 19.21 et s. des Civil Procedure Rules qui permet au juge de traiter des « questions de fait ou de droit communes ou connexes » concernant un grand nombre de requérants. Toutefois, le mécanisme fonctionne sur la base d'une option d'adhésion, ce qui oblige les requérants potentiels à demander leur inscription dans un registre spécifique afin de bénéficier des avantages de cette procédure. Dans le même temps, la logique de l'opt-in rend pratiquement complexe la recherche de demandeurs potentiels. L'avantage d'un tel régime pour la discussion centralisée de thèmes communs réside dans le fait que le jugement et les ordonnances du tribunal sont contraignants pour les investisseurs qui ont demandé à être inclus dans un registre ad hoc. Le GLO a par exemple été utilisé dans le cadre du litige sur l'émission de droits de la RBS, une affaire de prospectus qui a finalement été réglée en 2017. Voir DAVIES M. et al., article préc., note 353, p. 169.

³⁵⁷ Voir l'article 19.8 des Civil Procedure Rules. Voir aussi SORABJI J., préc., dans GSELL B., et. al., op. cit., note 71, p. 144.

³⁵⁸ Voir SORABJI J., préc., dans GSELL B., et. al., op. cit., note 71, p. 143

³⁵⁹ Voir DAVIES M. et al., article préc., note 353, p. 168.

³⁶⁰ Ibid., p. 170.

³⁶¹ Voir SORABJI J., préc., dans GSELL B., et. al., op. cit., note 71, p. 145.



jurisprudence autorise l'utilisation d'actions représentatives pour demander des dommages-intérêts lorsque le montant des dommages-intérêts à indemniser peut-être déterminé de manière globale³⁶².

En ce qui concerne leur application aux actions en matière de responsabilité civile pour information défectueuse, bien que théoriquement possibles, les actions représentatives ont été rejetées dans le passé, les tribunaux privilégiant les procédures traditionnelles.

Malgré ces restrictions concernant les actions judiciaires en réparation collective, une tendance intéressante est apparue au Royaume-Uni. En particulier, ce dernier a de plus en plus tendance à mettre en place des **systèmes de compensation à l'initiative d'autorités de régulation** telles que la *Financial Conduct Authority* (FCA), afin de garantir une indemnisation en cas de réclamations impliquant plusieurs investisseurs lésés. Grâce à ces mécanismes de recours collectif, l'entreprise fautive crée un fonds destiné à indemniser les personnes lésées par son comportement, et la réparation est assurée sans recours à une procédure judiciaire.

Cette implication du régulateur dans les recours collectifs peut prendre différentes formes. Tout d'abord, la FCA a le pouvoir, en vertu de l'article 384 du *FSMA*, d'exiger des personnes coupables (entre autres) de manipulation de marché qu'elles mettent en place des systèmes de restitution en faveur des personnes lésées par le comportement fautif. Initialement hésitante à utiliser ces pouvoirs, la FCA a changé de politique en 2017 à la suite de l'affaire *Tesco*, dans laquelle il a été établi qu'une société cotée en bourse s'était livrée à une manipulation du marché au moyen de rapports financiers mensongers³⁶³. En conséquence, toutes les personnes qui avaient acheté des actions Tesco au cours de la période concernée par les informations défectueuses avaient subi une perte, égale au prix d'achat gonflé en raison des informations défectueuses³⁶⁴.

Pour remédier à ces préjudices, la FCA a ordonné à Tesco de mettre en place un système de restitution, dans le cadre duquel les investisseurs concernés pourraient recevoir une compensation pour les pertes subies, à condition qu'ils renoncent à leurs droits de poursuivre Tesco. Certains investisseurs ont choisi de poursuivre des actions indépendantes, mais ces actions ont été retirées avant d'arriver au tribunal, et les conditions de ces retraits n'ont pas été divulguées.

Outre l'utilisation des pouvoirs qui lui sont statutairement conférés pour exiger le paiement d'une restitution, la FCA peut promouvoir les systèmes de remédiation par différents moyens, comme l'illustre la récente affaire *H2O*. L'affaire concernait un gestionnaire d'actifs actif entre autres en France et au Royaume-Uni qui a fait l'objet d'enquêtes et de sanctions de la part de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (AMF) et de la FCA anglaise.

³⁶² *Ibid.*, p. 144.

³⁶³ FCA, *Final Notice to Tesco plc and Tesco Stores Limited* (ci-après, « FCA Tesco Final Notice »), paragraphes 4.3 et s.

³⁶⁴ FCA Tesco Final Notice, paragraphe 6.2.



H2O a d'abord fait l'objet d'une lourde sanction pécuniaire de soixante quinze millions d'euros de la part de l'AMF, qui a jugé que le gestionnaire d'actifs avait investi les liquidités de ses fonds OPCVM dans des instruments financiers qui n'étaient pas éligibles en tant qu'actifs de ces fonds³⁶⁵. Entre outre, il a été jugé que le gestionnaire d'actifs avait investi dans des instruments financiers qui, selon les prospectus des fonds d'investissement, n'étaient pas autorisés³⁶⁶. En fin de compte, il a été jugé que cela a mis en péril la liquidité du fonds, entraînant une suspension des remboursements aux investisseurs³⁶⁷.

L'enquête de la FCA sur H2O a également révélé des manquements dans les procédures de contrôle de gestion des conflits d'intérêts et la fourniture de documents faux ou trompeurs à la FCA³⁶⁸. Lors de l'évaluation de la mesure à prendre, la FCA s'est abstenue d'imposer une sanction pécuniaire. Cette décision a été justifiée par le fait que le gestionnaire d'actifs s'était porté volontaire pour créer un fonds destiné à indemniser les investisseurs concernés. En outre, il a été pris en compte le fait que l'AMF avait déjà imposé des sanctions pécuniaires élevées et que l'ajout d'une sanction pécuniaire supplémentaire aurait réduit le montant disponible pour la société afin d'offrir un remboursement aux investisseurs concernés³⁶⁹. En contrepartie, les investisseurs qui seront remboursés par le biais du fonds devront renoncer à poursuivre H2O³⁷⁰.

En **Italie**, les investisseurs lésés par une information défectueuse sur les marchés primaire et secondaire peuvent se prévaloir de l'outil de recours collectif tel qu'amendé en 2020³⁷¹. Les règles relatives aux actions collectives précédemment applicables ne pouvaient en effet être invoquées que par les consommateurs, et cette qualification n'était pas unanimement accordée aux investisseurs par la jurisprudence italienne³⁷².

Ce type d'action collective permet la protection collective de « *droits individuels homogènes* » et fonctionne sur la base d'une participation volontaire (*opt-in*)³⁷³. La possibilité d'agir en tant que

³⁶⁵ AMF, *Commission des sanctions, Décision n° 12 du 30 décembre 2022, confirmée par le Conseil d'État le 13 juin 2025 (n° 471548)*. La sanction à l'encontre du gestionnaire de fortune a été complétée par deux sanctions pécuniaires de 15 et 3773 millions à l'encontre de deux personnes physiques.

³⁶⁶ AMF, *Décision n° 12 du 30 décembre 2022, par exemple les paragraphes 107 et s.*

³⁶⁷ AMF, *Décision n° 12 du 30 décembre 2022, paragraphe 326*.

³⁶⁸ FCA, *Final Notice to H2O AM LLP (ci-après, « FCA H2O Final Notice »)*, paragraphes 5.9 et 5.11.

³⁶⁹ FCA H2O Final Notice, paragraphe 2.20.

³⁷⁰ *Ibid.*, paragraphe 2.19.

³⁷¹ En Italie, l'action collective est actuellement régie par les articles 840-bis et s. du Code de procédure civile italien, introduits par la Loi du 12 avril 2019 n° 31.

³⁷² Actuellement, le droit italien prévoit également un type de recours collectif spécifiquement accessible aux consommateurs, introduit pour mettre en œuvre la directive européenne 2020/1828 et régi par les articles 140-ter et s. du Decreto Legislativo 206/2005 (Code de la consommation). La limitation aux consommateurs peut rendre ce type de recours collectif inaccessible aux investisseurs.

³⁷³ Article 840-bis du Code de procédure civile italien.



plaignant est étendue à la fois aux individus et aux organisations représentatives, à condition que ces dernières soient inscrites sur un registre officiel³⁷⁴. Dans les deux cas, cependant, le plaignant doit être en mesure de représenter la classe³⁷⁵. Si l'action est intentée, elle relèvera de la compétence de la section commerciale du tribunal compétent pour le lieu où le défendeur a son siège social³⁷⁶.

La règle de l'*opt-in* permet évidemment à tout demandeur individuel d'intenter une action individuelle indépendamment de l'existence d'une action collective. Toutefois, le champ des défendeurs est limité aux entreprises et l'objet de la demande est limité aux dommages causés par l'activité professionnelle des entreprises défenderesses³⁷⁷.

La procédure d'action collective se divise en deux phases. La première vise à vérifier la recevabilité de l'action. Une fois l'action jugée recevable par le tribunal, il est possible pour les requérants potentiels de décider de leur adhésion à l'action de groupe³⁷⁸.

Dans la deuxième phase, qui constitue le cœur de la procédure, le tribunal doit examiner le bien-fondé de la demande du plaignant. Pour ce faire, le juge peut notamment ordonner au défendeur de présenter des preuves, tout en prenant certaines précautions pour protéger les informations sensibles³⁷⁹. Notamment, pour déterminer la responsabilité du défendeur, le tribunal peut prendre en compte des données statistiques et des présomptions simples³⁸⁰.

Cette deuxième phase se termine par le jugement, qui peut statuer sur les dommages-intérêts ou, si le demandeur est une entité représentative, constater que le défendeur a porté atteinte aux droits individuels homogènes pour la protection desquels l'action collective a été mise en place.

Une caractéristique intéressante du modèle italien de recours collectif est qu'une deuxième fenêtre temporelle pour l'*opt-in* est accordée aux demandeurs potentiels une fois que le juge a rendu sa décision et déclaré le défendeur responsable³⁸¹. Pour permettre l'exercice de ce deuxième droit de participation, le jugement doit également définir les caractéristiques des demandeurs potentiels qui peuvent se joindre à l'action après la publication du jugement, en déterminant les documents nécessaires pour être reconnus comme faisant partie de la classe. Par exemple, dans le cas d'une action collective pour information défectueuse sur les marchés financiers, le tribunal doit définir les moyens par lesquels une personne peut prouver qu'elle était actionnaire au cours de la période concernée.

³⁷⁴ Article 840-bis du Code de procédure civile italien.

³⁷⁵ Article 840-ter du Code de procédure civile italien.

³⁷⁶ Article 840-ter du Code de procédure civile italien.

³⁷⁷ Article 840-bis du Code de procédure civile italien.

³⁷⁸ Article 840-quinquies du Code de procédure civile italien.

³⁷⁹ Article 840-quinquies du Code de procédure civile italien.

³⁸⁰ Article 840-quinquies du Code de procédure civile italien.



Compte tenu de son adoption relativement récente, il n'est pas encore possible d'évaluer les mérites du nouveau système. Malgré l'ouverture d'une procédure en droit des marchés financiers sous ce régime, aucune action collective n'a encore atteint le stade de la chose jugée.

En **Espagne**, comme en Italie, l'expérience en matière de recours collectif est limitée. Toutefois, dans le cadre du litige *Banco Popular*, des investisseurs ont tenté d'intenter une action collective contre la banque. En outre, dans l'affaire *Bankia*, après avoir perdu un certain nombre d'affaires, la banque a proposé un mécanisme extrajudiciaire pour indemniser les investisseurs. Enfin, d'un point de vue plus général, il convient enfin de signaler qu'en Espagne, le projet de loi sur la transposition de la directive européenne (UE) 2020/1828 est actuellement en cours de discussion.

4.3 - Honoraires d'avocat et recouvrement des frais de contentieux

Les incitations économiques à l'engagement et à la poursuite d'une action en justice sont un élément crucial pour l'évolution des litiges en matière de valeurs mobilières. En particulier, il est intéressant d'examiner quelles incitations économiques peuvent guider le comportement de différents acteurs cruciaux dans le contexte d'un litige, notamment les parties, leurs avocats et les administrateurs et dirigeants de l'émetteur défendeur. En ce qui concerne ces catégories, les incitations économiques sont déterminées par les règles de répartition des frais de procédure entre les parties, la possibilité d'honoraires de résultat pour rémunérer les avocats et la possibilité d'une assurance pour les administrateurs et les dirigeants.

La répartition des frais de justice entre les plaignants et les défendeurs une fois qu'un jugement a été rendu détermine quelle partie supporte le risque d'un procès infructueux. Dans l'ensemble des juridictions étudiées, les frais de justice sont généralement supportés par la partie qui n'a pas obtenu gain de cause, en vertu de ce qui est communément appelé la règle du « *perdant payeur* » (*loser pays*)³⁸². Toutefois, les frais encourus par la partie gagnante ne sont pas nécessairement remboursés dans leur intégralité. En fait, toutes les juridictions prévoient certaines limitations afin d'éviter que la partie perdante ne soit tenue de rembourser un montant excessif à la partie gagnante. Cet objectif est atteint en prévoyant une rémunération située dans le cadre des tarifs professionnels, en soumettant les coûts récupérables à des plafonds fixés par la loi ou en autorisant un certain degré de discrétion pour le juge dans la détermination du montant final des coûts à liquider.

La disponibilité d'honoraires de résultat (*contingency fees*) constitue une autre incitation au litige, cette fois en ce qui concerne les avocats. Dans le cadre de ces accords, les avocats peuvent

³⁸¹ Article 840 sexies(1)(e) du Code de procédure civile italien.

³⁸² Pour une discussion sur la règle du perdant-payeur et ses implications, voir GELTER M., General Report, dans CONAC P.-H. et al., op. cit., note 14, p. 25, note 133.



être rémunérés sur la base d'un pourcentage des dommages-intérêts accordés ou peuvent être radicalement exclus de la rémunération si l'affaire n'aboutit pas. Les juridictions continentales sont généralement prudentes lorsqu'il s'agit d'autoriser de tels mécanismes. Certaines interdisent complètement des formes d'honoraires au résultat ou les soumettent à des limitations strictes. Au contraire, le Royaume-Uni apparaît comme une exception, puisqu'il autorise les honoraires au résultat de manière plus libérale que les juridictions continentales.

Enfin, l'assurabilité ou les coûts des litiges et l'octroi de dommages-intérêts influencent la manière dont les administrateurs et les dirigeants d'un émetteur potentiellement responsable apprécient le risque de litige. En effet, l'existence d'une assurance - généralement sous la forme d'une assurance des administrateurs et des dirigeants (D&O) - peut dissuader les bénéficiaires de l'assurance de surveiller correctement la conduite de l'émetteur. Toutefois, lorsque cette assurance peut couvrir au moins une partie des dommages à indemniser aux investisseurs, elle augmente la possibilité pour les investisseurs de recevoir une indemnisation pour les dommages subis.

Afin de mieux comprendre comment ces incitations économiques jouent dans les juridictions étudiées, un bref aperçu des règles applicables dans chacune d'entre elles est nécessaire.

En **Allemagne**, la règle applicable en matière de frais de justice est celle du « *perdant payeur* », codifiée à l'article 91 du Code de procédure civile allemand. Ainsi, si le plaignant parvient à obtenir gain de cause, tous les frais de justice jugés raisonnablement nécessaires dans le cadre du litige en question seront remboursés par le défendeur qui n'a pas obtenu gain de cause³⁸³. Dès lors, le risque d'une action en responsabilité civile qui n'aboutit pas incombe au demandeur.

Les honoraires au résultat sont en principe admissibles, mais ils sont soumis à des conditions strictes énoncées dans la loi sur les honoraires des avocats. Par exemple, ils sont admissibles lorsque, en l'absence d'une convention d'honoraires au résultat, le client de l'avocat serait raisonnablement susceptible de devoir s'abstenir de présenter sa demande³⁸⁴.

La règle du « *perdant-payeur* » est également la règle applicable par défaut en **Italie**³⁸⁵ en vertu de l'article 91 du Code de procédure civile italien. En droit italien, les honoraires d'avocat sont remboursés non pas sur la base des coûts réels, mais sur la base des coûts raisonnables, selon un barème fourni par le Ministère de la justice. Les frais de conseil technique avancés par le demandeur peuvent également faire l'objet d'un remboursement par la partie perdante.

Toutefois, le droit italien prévoit trois exceptions pertinentes à la règle du « *perdant-payeur* ». Premièrement, le tribunal peut exclure du recouvrement les coûts excessifs ou inutiles encourus par

³⁸³ Voir KULMS R., *Enforcement of Company and Securities Laws in Germany*, dans GSELL B. et al., op. cit., note 71, p. 391.

³⁸⁴ Article 4a (*Erfolgshonorar*) de la *Rechtsanwaltsvergütungsgesetz*, la loi allemande sur les honoraires d'avocats.

³⁸⁵ Les informations présentées concernant l'**Italie** sont basées sur les passages pertinents d'une note écrite soumise au groupe de travail par les experts nationaux italiens.



la partie gagnante³⁸⁶. Deuxièmement, les tribunaux peuvent compenser les frais de justice des deux parties lorsque le litige porte sur des questions juridiques d'une nouveauté absolue ou qui ont fait l'objet d'une jurisprudence incohérente³⁸⁷. En outre, si le demandeur rejette une offre d'indemnisation raisonnable du défendeur, l'indemnisation des frais du demandeur est réduite³⁸⁸.

En ce qui concerne les honoraires conditionnels, la loi autorise des systèmes de rémunération calculés comme une fraction de la demande ou même de la valeur attendue que le procès pourrait accorder³⁸⁹. En revanche, les honoraires conditionnels qui impliquent le droit à une indemnité calculée comme une fraction de la valeur effectivement accordée à la partie à l'issue du procès sont purement et simplement interdits³⁹⁰. L'assurabilité des frais de contentieux est possible en Italie, mais elle n'est pas très courante, bien qu'elle devienne de plus en plus répandue par le biais des polices d'assurance des administrateurs et dirigeants (D&O).

En **Espagne**, les frais sont en principe remboursés par la partie perdante en vertu de l'article 394 du Code espagnol de procédure civile³⁹¹. Toutefois, certaines exceptions s'appliquent, notamment en cas d'incertitudes particulières en droit ou en fait, ou lorsque la demande n'aboutit que partiellement. En ce qui concerne le remboursement des frais d'avocat, un plafond s'applique au montant indemnisable³⁹².

Aux **Pays-Bas**, la règle du « *perdant-payeur* », prévue à l'article 237 du Code de procédure civile néerlandais, peut s'appliquer ou non en fonction du type d'action intentée³⁹³. Elle s'applique par exemple aux actions fondées sur certaines dispositions délictuelles générales³⁹⁴, dans lesquelles les coûts comprennent les frais d'avocat de l'autre partie, les frais d'expertise et les frais de justice. Toutefois, les frais ne sont pas remboursés pour leur montant réel, mais dans le cadre des tarifs liquidés. En outre, le tribunal peut exclure le remboursement des frais jugés inutiles³⁹⁵.

³⁸⁶ Article 92, paragraphe 1, du Code de procédure civile italien. Voir la réduction de cinquante pour cent des frais d'experts que le demandeur gagnant pouvait récupérer dans une affaire de faux prospectus pour l'émission d'actions - De 400 000 euros à 200 000 euros sur la base d'une évaluation juste et équitable. Voir Tribunal de Milan, arrêt du 18 mai 2017, n° 5894, rendu dans l'affaire Unipolsai.

³⁸⁷ Article 92, paragraphe 3, du Code de procédure civile italien.

³⁸⁸ Article 91, paragraphe 1, du Code de procédure civile italien.

³⁸⁹ Article 13, paragraphe 3, de la loi du 31 décembre 2012, n° 247, la loi italienne loi sur le statut des avocats.

³⁹⁰ Article 13, paragraphe 4, de la loi du 31 décembre 2012, n° 247, la loi italienne loi sur le statut des avocats.

³⁹¹ Article 394 de la Ley de Enjuiciamiento Civil.

³⁹² Article 394, paragraphe 3, de la Ley de Enjuiciamiento Civil.

³⁹³ Voir LENNARTS L. et ROEST J., *The Netherlands*, dans CONAC P.-H. et al., op. cit., note 14, p. 511.

³⁹⁴ Notamment en vertu des articles 6:162 à 194 du Code civil néerlandais.

³⁹⁵ Article 237(1) du Code néerlandais de procédure civile.



Dans d'autres cas, comme lorsque l'action est intentée en vertu de la loi de 2005 sur les règlements collectifs des dommages de masse (WCAM)³⁹⁶, chaque partie doit supporter ses propres frais.

En ce qui concerne les honoraires conditionnels, les accords « *no win no fee* » sont expressément interdits³⁹⁷. En revanche, les accords prévoyant des honoraires proportionnels aux dommages-intérêts en cas de victoire sont admis. Toutefois, ils doivent être conformes à un taux qui est habituel et généralement accepté parmi les avocats dans la pratique professionnelle³⁹⁸.

En ce qui concerne l'assurabilité des frais de contentieux, aux Pays-Bas, l'assurance D&O peut couvrir les frais de justice et peut également couvrir une partie des dommages-intérêts que les administrateurs sont tenus de payer³⁹⁹.

Enfin, au **Royaume-Uni**, la règle du « *perdant payeur* » s'applique généralement, de sorte que la partie gagnante peut récupérer des frais de justice raisonnables et proportionnés, y compris les frais d'expertise. Toutefois, en vertu des règles de procédure civile, le tribunal dispose d'un pouvoir discrétionnaire pour déterminer le montant des frais à rembourser⁴⁰⁰.

Les honoraires au résultat sont autorisés sous deux formes. Tout d'abord, dans le cadre de ce que l'on appelle les *Conditional Fee Arrangements* (CFA). Ce type d'accord, également connu sous le nom de « *no win, no fee* », permet aux clients de ne pas payer d'honoraires ou de payer des honoraires réduits si l'affaire n'est pas gagnée, avec un honoraire de succès payable si l'affaire est gagnée. En outre, les accords fondés sur les dommages (*Damages-Based Agreements* ou DBA) sont admis. Dans le cadre de ces accords, les avocats reçoivent un pourcentage des dommages et intérêts si l'affaire est gagnée.

³⁹⁶ Wet collectieve afhandeling massaschade du 16 juillet 2005 (WCAM).

³⁹⁷ Voir l'article 25(2) du Code de conduite du Barreau néerlandais.

³⁹⁸ Voir l'article 25(3) du Code de conduite du Barreau néerlandais.

³⁹⁹ Voir LENNARTS L. et ROEST J., *The Netherlands*, dans CONAC P.-H. et al., *op. cit.*, note 14, p. 513.



COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL



COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL

sur l'indemnisation des investisseurs pour fausse information financière

PRÉSIDENT

- **Pierre-Henri CONAC**, Professeur, Université du Luxembourg, Luxembourg Centre for European Law (LCEL)

RAPPORTEURS

- **Johan PROROK**, Professeur, Université Jean Monnet Saint-Etienne
- **Enrico SARTORI**, Doctorant, Université du Luxembourg

MEMBRES

- **Emmanuelle BOURETZ**, Avocate associée, Vivien & Associés
- **Matthieu BROCHIER**, Avocat associé, Darrois Villey Maillot Brochier
- **Muriel DE SZILBEREKY**, Déléguée Générale, ANSA
- **Arthur DETHOMAS**, Avocat associé, Hogan Lovells
- **Olivier DOUVRELEUR**, Avocat général, Cour de cassation
- **Christine GUÉGUEN**, Conseillère d'Etat en service extraordinaire
- **Jules LECHÊNE**, Doctorant, HCJP
- **Marie-Aude NOURY**, Avocate associée, Squair
- **Alain PIETRANCOSTA**, Professeur, École de droit de la Sorbonne
- **Louis-Marie PILLEBOUT**, Avocat associé, Simmons & Simmons
- **Nicolas RONTCHEVSKY**, Professeur, Université de Strasbourg, Senior Counsel, Hogan Lovells
- **Caroline RUELLAN**, Présidente SONJ Conseil
- **Isabelle URBAIN-PARLEANI**, Professeur, Université Paris Descartes
- **Tom VAUTHIER**, Avocat associé, Bredin Prat



AMF

- **Geoffroy LELASSEUX**, Juriste, AMF
- **Océane MARGARON**, Juriste, AMF

CHANCELLERIE

- **Julien GOLDSZLAGIER**, chef du bureau du droit des affaires, DACS, Ministère de la Justice

TRÉSOR

- **Mehdi EZZAIM**, Adjoint au chef du bureau Épargne et marchés financiers, DGT



LISTE DES PERSONNES AUDITIONNÉES



LISTE DES PERSONNES AUDITIONNÉES

FRANCE

- **Françoise Mari (26 juin 2024)**, Directrice risques financiers, Liberty. De même, une audition a eu lieu sur les méthodes de détermination du préjudice auprès des tribunaux français
- **Olivier Péronnet (10 juillet 2024)**, Expert-comptable, Commissaire aux comptes, Expert auprès de la Cour d'appel de Paris et agréé auprès de la Cour de cassation, Associé fondateur, Cabinet Finexsi

ESPAGNE (10 juillet 2024)

- **Professeur Isabel Fernández Torres**, Université Complutense de Madrid
- **Maîtres Francisco Leon et Fernando Bedoya**, Avocats, Cabinet Pérez-Llorca, Madrid

ITALIE (12 septembre 2024)

- **Professeurs Matteo Gargantini et Michele Siri**, Université de Gènes
- **Maîtres Emanuele Grippo et Daniele Vecchi**, Cabinet Gianni & Origoni

ALLEMAGNE (10 octobre 2024)

- **Professeur Rüdiger Veil**, Université de Munich
- **Maîtres Michael Brellocks et Henner Schlaefke**, Cabinet Noerr

AUTRICHE (7 novembre 2024)

- **Professeur Walter Doralt**, Université de Graz

PAYS-BAS (5 décembre 2024)

- **Professeur Danny Busch**, Université de Nimègue

ROYAUME-UNI (23 janvier 2025)

- **Professeur (emeritus) Paul Davies**, Université d'Oxford, Harris Manchester College
- **Matt McCahearty, Solicitor**, Macfarlanes
- **Gregory Denton Cox**, Barrister



Haut Comité Juridique
de la Place financière de Paris

***ANNEXES DU RAPPORT SUR
L'INDEMNISATION DES
INVESTISSEURS POUR
FAUSSE INFORMATION
SUR LES MARCHÉS FINANCIERS***

*du Haut Comité Juridique
de la Place Financière de Paris*

1^{er} octobre 2025

Annexe 1 - L'indemnisation des investisseurs pour fausse information financière en France

1. Généralités sur le système français. Une responsabilité construite par le juge. En droit français, faute de dispositions légales spéciales ou de pouvoir d'indemnisation accordé à l'autorité de régulation⁴⁰¹, il est naturellement revenu au juge de construire la responsabilité civile pour fausse information boursière, sur le fondement du droit commun de la responsabilité extracontractuelle du fait personnel. Le juge a eu toute latitude pour ce faire dès lors que le système juridique français repose, de manière assez originale, sur un principe général de responsabilité pour faute. Il s'en infère deux conséquences principales. D'une part, le juge peut tenir pour fautive toute violation de la loi, mais aussi plus largement tout écart de comportement par rapport à un standard de référence, et cela que la faute soit intentionnelle ou de négligence, de commission ou d'omission, et quel que soit l'auteur de ladite faute. D'autre part, le système ne reposant pas sur la relativité aquilienne, toute personne victime de la faute peut en principe engager une action en responsabilité civile, sans que l'on ait en particulier à s'interroger sur les intérêts protégés par le texte violé - ce libéralisme peut cependant être tempéré par une conception judiciaire plus ou moins stricte de la causalité.

2. Précisions sur la faute. En droit français, la faute d'information est admise très largement. Elle peut ainsi consister tant en une faute de commission, à travers la diffusion d'une information mensongère (fausse ou, au moins, trompeuse) au public, que d'omission de délivrer une information significative. Pour caractériser cette faute, le juge peut notamment s'appuyer sur les nombreuses obligations d'information mises en particulier à la charge des émetteurs, aussi bien en matière d'information permanente que périodique⁴⁰². En outre, dans un procès civil, le juge doit tenir compte, au titre de la faute, de la sanction pénale de l'abus de marché de diffusion d'informations fausses ou trompeuses⁴⁰³ en vertu du principe d'autorité de la chose jugée au criminel sur le civil⁴⁰⁴. Il peut aussi, en dépit de l'absence d'autorité de la chose jugée

⁴⁰¹ L'Autorité des marchés financiers (AMF) réfléchit cependant à la question. V. Rapport de l'AMF relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs émis par le groupe de travail présidé par Jacques Delmas-Marsalet et Martine Ract-Madoux le 25 janvier 2011 dans la ligne du plan stratégique de l'AMF du 29 juin 2009 (dit « *rapport Delmas-Marsalet et Ract-Madoux* »). Pour un bilan, v. Rapport du groupe de réflexion de la Commission consultative Épargnants - L'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs 10 ans après le rapport du 25 janvier 2011 : quel bilan ?, juin 2022. A la suite du rapport de 2011, la loi n° 2014-344 du 17 juin 2014 relative à la consommation (dite loi Hamon) a introduit un nouvel article L. 621-12-1 au sein du Code monétaire et financier (CMF), disposant que « *l'Autorité des marchés financiers peut transmettre à la juridiction saisie d'une action en réparation d'un préjudice qui en fait la demande les procès-verbaux et les rapports d'enquête ou de contrôle qu'elle détient dont la production est utile à la solution du litige* ». Le bilan réalisé en 2022 constate cependant que la disposition est de manière générale très peu utilisée.

⁴⁰² Notamment, au regard de sa place centrale dans la production de l'information financière, l'émetteur est le seul acteur à être tenu expressément d'une obligation générale de délivrer au public, en toutes circonstances, une information à la fois exacte, précise et sincère (RGAMF, art. 223-1).

⁴⁰³ CMF, art. L. 465-3-2, I. En outre, d'autres délits pénaux peuvent être applicables aux dirigeants sociaux (délit de présentation de comptes infidèles) ou aux commissaires aux comptes (délit de confirmation d'informations mensongères).

⁴⁰⁴ Selon lequel le juge civil doit tenir pour vrai ce qui a été jugé par le juge répressif, et qui a pour conséquence procédurale que le « *criminel tient le civil en l'état* ». Le domaine en a toutefois été réduit,

attachée aux décisions administratives⁴⁰⁵, se fonder sur la sanction administrative du manquement de diffusion d'informations fausses ou trompeuses ou de la violation d'une obligation positive d'information⁴⁰⁶ par la commission des sanctions de l'AMF. A cet égard, la jurisprudence civile adopte des positions variées, se fondant parfois sur la commission d'un abus de marché⁴⁰⁷, même non sanctionné⁴⁰⁸, mais également sur d'autres éléments de fait aux fins de caractériser la faute civile⁴⁰⁹. Il en va différemment devant le juge pénal, lequel ne peut évidemment statuer sur les intérêts civils que si une infraction pénale a été commise. En France, beaucoup d'affaires se sont d'ailleurs tenues devant le juge pénal⁴¹⁰, en raison notamment des facilités probatoires qu'offre la voie répressive du fait de l'enquête menée par le ministère public et de l'instruction. Enfin, la faute n'est pas limitée non plus du point de vue de son auteur, lequel peut être l'émetteur, les dirigeants sociaux, les commissaires aux comptes, les analystes financiers, les agences de notation, les journalistes et plus largement toute personne diffusant des informations à destination du public. Pour l'essentiel, la jurisprudence ne concerne toutefois que l'émetteur et les dirigeants sociaux⁴¹¹.

notamment du fait du nouvel article 4-1 du Code de procédure pénale, en vertu duquel la relaxe au pénal n'interdit plus au juge civil de retenir une faute d'imprudence.

⁴⁰⁵ V., notamment, dans l'affaire *Vivendi* au civil, T. com. Paris, 7 juill. 2021, n°s 2011027112, 2012033467, 2012029636, 2012056220 et 2012028100 : DEXANT-DE-BAILLIENCOURT O., Dr. sociétés 2021, p. 21. Dans ces décisions, le juge consulaire a affirmé qu'il n'était pas lié par la décision de sanction de l'autorité administrative au titre de la caractérisation de la faute civile. Comp., dans l'affaire *Montaigne Fashion Group*, CA Paris, 14 sept. 2023, n° 21/11057 : Dr. sociétés, déc. 2023, n° 12, 141, note GRANOTIER J. ; BJB, janv.-févr. 2026, p. 20, note BOMPOINT D. et RAMONÉDA V., semblant au contraire conférer une autorité à la sanction administrative. *Adde*, dans le même sens, dans une affaire *Altran Technologies*, CA Paris, 10 mars 2020 (cité par BOMPOINT D. et RAMONÉDA V., note préc.).

⁴⁰⁶ Notamment, en cas d'omission de révéler une information privilégiée au titre de l'obligation d'information permanente à la charge de l'émetteur.

⁴⁰⁷ V. ainsi, dans le volet civil de l'affaire *Marionnaud*, T. com. Créteil, 2^e ch., 19 janv. 2010, n° 2005F00978, Marionnaud Parfumeries, où les juges consulaires se réfèrent expressément aux sanctions administratives et pénales prononcées contre la société et ses principaux dirigeants pour caractériser la faute civile et ainsi indemniser un grand nombre d'actionnaires.

⁴⁰⁸ V. ainsi l'affaire *Eurodirect Marketing*, dans laquelle le juge se réfère expressément aux éléments constitutifs d'un abus de marché pour caractériser la faute civile, quand bien même ledit abus de marché n'aurait pas été sanctionné pénalement ou administrativement.

⁴⁰⁹ Ainsi, dans l'affaire *Gaudriot*, si les juges ont fait référence à la décision de sanction administrative prononcée contre le président-directeur général, ils ont plus largement, aux fins de caractériser la faute civile de ce dirigeant et d'autres administrateurs, constaté leurs manœuvres délibérées consistant à donner une image tronquée de la société et révélant leur volonté de fausser l'opinion du public, ce qui les a conduits à indemniser un grand nombre d'actionnaires.

⁴¹⁰ A l'exception des affaires *Eurodirect Marketing*, *Flammarion*, *Gaudriot* et, en partie, *Marionnaud* et *Vivendi* (ces dernières affaires connaissant aussi un volet pénal), *GECI Aviation Montaigne Fashion Group*. Toutes les autres affaires, environ une douzaine (*Société générale de fonderie*, *Landauer*, *Comptoir des entrepreneurs*, *Sedri*, *Banque Pallas Stern*, *Crédit Lyonnais*, *Sidel*, *Régina Rubens*, *Marionnaud* et *Vivendi* dans leur volet pénal, *Gespac Systèmes* et *Natixis*) se sont tenues devant le juge répressif.

⁴¹¹ S'agissant des dirigeants sociaux, la chambre commerciale de la Cour de cassation a indiqué dans l'affaire *Gaudriot* au regard de la preuve de la faute séparable que « la mise en œuvre de la responsabilité des administrateurs et du directeur général à l'égard des actionnaires agissant en réparation du préjudice qu'ils ont personnellement subi n'est pas soumise à la condition que les fautes imputées à ces dirigeants soient intentionnelles, d'une particulière gravité et incompatibles avec l'exercice normal des fonctions sociales » (Cass. com. 9 mars 2010, n° 08-21.547 et 08-21.793, *Gaudriot*, Bull. civ. IV, n° 48). Pour une critique de cette solution en matière d'information financière, v. notamment PROROK J., note sous Cass. com., 16 mai 2018, n° 16-20.684 : Rev. sociétés, 2018, p. 708. Rappelons par ailleurs qu'en droit français, le jeu de l'assurance est exclu pour les fautes intentionnelles ou dolosives (C. assur., art. L. 113-1, al. 2 : « (...), l'assureur ne répond pas des pertes et dommages provenant d'une faute intentionnelle ou dolosive de l'assuré »).

3. Approche chronologique. La faute ne posant, en définitive, guère de difficulté, ce sont les conditions relatives à la causalité et au préjudice qui ont dû faire l'objet d'un aménagement par le juge, afin de permettre l'exercice de la responsabilité civile sur le marché secondaire⁴¹². Et cela à un double titre, puisqu'il s'est agi tant de faciliter la preuve à la charge de l'investisseur que de répondre aux nécessités d'un contentieux de masse⁴¹³. En effet, si dès le début des années 1990, la Cour de cassation a admis que l'investisseur qui prend une décision d'investissement relativement à des titres financiers alors qu'une fausse information relative auxdits titres est diffusée sur le marché subit un préjudice⁴¹⁴, la question de la nature de ce préjudice a fait l'objet, depuis lors, d'une construction prétorienne continue autour de la *summa divisio* entre altération du cours de bourse et altération de la décision de l'investisseur par l'information. En effet, du fait du caractère public de l'information et du particularisme des marchés financiers, l'information financière exerce une double influence - à la fois sur l'investisseur (à travers la décision) et sur le marché (à travers le cours) -, dont le juge français a tenu compte pour aménager progressivement la responsabilité civile en la matière, de façon qu'elle puisse constituer aujourd'hui un mode de réparation collectif du préjudice.

4. L'approche chronologique révèle ainsi que, si le juge a commencé par réparer une altération du cours ou une altération concrète déterminante de la décision, ce choix est demeuré résiduel (**I**), la jurisprudence ayant privilégié par la suite la réparation d'une altération non déterminante de la décision, à travers la perte de chance⁴¹⁵ (**II**).

I. La réparation résiduelle d'une altération du cours ou d'une altération concrète déterminante de la décision

5. Des choix résiduels. A titre résiduel, le juge a d'abord réparé une altération du cours (**A**), puis une altération concrète déterminante de la décision (**B**).

A. La réparation d'une altération du cours

6. Altération *ex ante* ou *ex post*. Le préjudice d'altération du cours peut être, plus précisément, soit un préjudice d'altération de cours subi *ex ante*, c'est-à-dire un préjudice de surévaluation ou de sous-évaluation (consistant pour l'investisseur soit à avoir acheté un titre à un cours surévalué et donc à avoir payé trop cher, soit à avoir vendu un titre à un cours sous-évalué et donc à avoir reçu un prix trop faible) ; soit un préjudice d'altération de cours subi *ex*

⁴¹² La jurisprudence française concerne essentiellement le marché secondaire.

⁴¹³ Faute de dispositions spéciales permettant une action collective en matière de fausse information financière, les actionnaires ont agi individuellement, chacun ayant été partie à l'instance, mais l'ensemble de ces actions ont été exercées collectivement, au sein de la même instance. Il ne s'agit donc pas d'une action collective mais de multiples actions individuelles exercées collectivement (v., sur ce point, DAIGRE J.-J., note sous T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 12 sept. 2006, Rev. sociétés, 2007, p. 102). On signalera que la loi n° 2025-391 du 30 avril 2025 dite « *DDADUE* », allant au-delà de la simple transposition de la directive (UE) 2020/1828 du 25 novembre 2020 relative aux actions représentatives, a récemment instauré un nouveau cadre d'action de groupe à la fois unifié, ce qui met fin aux régimes sectoriels antérieurs, et élargi au regard tant des préjudices indemnifiables que des entités habilitées à agir. L'application aux préjudices subis par les investisseurs pour fausse information financière reste toutefois débattue.

⁴¹⁴ La voie de l'indemnisation par le juge pénal a été ouverte par la chambre criminelle de la Cour de cassation lorsqu'elle a admis la recevabilité de l'action civile des actionnaires ou porteurs d'instruments financiers de l'émetteur, victimes d'un délit de diffusion de fausse information ou de publication de comptes infidèles (Cass. crim. 5 nov. 1991, n° 90-82.605, Société industrielle et financière Bertin).

⁴¹⁵ Cf. *infra* sur la typologie du préjudice.

post, consistant dans l'effet exercé sur le cours par la rectification de l'information⁴¹⁶. En droit français, le juge a commencé par réparer une altération du cours *ex ante*, puis il a de nouveau utilisé cette méthode, de manière isolée, pour réparer une altération *ex ante* mais aussi *ex post*. On distinguera ainsi l'altération du cours *ex ante* (A) et l'altération du cours *ex post* (B).

1. Une altération du cours *ex ante*

7. **Affaire Société générale de fonderie.** Dans les années 1990, dans l'affaire *Société générale de fonderie*⁴¹⁷, le juge pénal a eu l'occasion de se prononcer pour la première fois sur la nature du préjudice résultant de la commission du délit de diffusion de fausses informations, en admettant la réparation d'une altération du cours. En l'espèce, les dirigeants avaient pendant près de 6 mois présenté, par divers communiqués de presse, la société comme étant en voie de redressement alors même qu'ils avaient déjà connaissance de la cessation des paiements. Des actionnaires, qui avaient acheté des titres à la fois avant et pendant la période de fausse information et les avaient revendus à perte après la rectification de l'information, demandèrent réparation de leur préjudice, fondé sur la différence entre le prix d'acquisition et le prix de revente. Pour confirmer le jugement, la cour d'appel de Paris tint le préjudice pour certain dès lors que les victimes avaient acheté les actions « *à un cours supérieur à la valeur réelle et ce par suite de la diffusion de fausses informations* ». Le pourvoi en cassation fut rejeté au motif que « *les moyens, qui se bornent à remettre en cause l'appréciation souveraine, par les juges, des faits et circonstances de la cause et la fixation de l'indemnité propre à réparer le préjudice subi par la victime, ne peuvent qu'être écartés* ». En revanche, les juges du fond refusèrent d'indemniser les actionnaires pour les actions acquises antérieurement à la publication de l'information litigieuse. Ceux-ci formèrent alors un pourvoi que la Cour de cassation écarta sèchement au motif que « *seul le préjudice né de la différence de cours est certain et découle directement de l'infraction* ». Autrement dit, le juge n'accueillant que le préjudice d'altération du cours, il se refuse logiquement à indemniser les investisseurs ayant conservé les titres - seule la prise en compte de l'altération de la décision de l'investisseur peut permettre la réparation d'un préjudice en cas de conservation. En tout état de cause, même si elle a pu être utilisée dans d'autres affaires, la réparation d'une altération du cours est restée résiduelle⁴¹⁸. En effet, supposant de pouvoir déterminer l'impact de la fausse information sur le cours de bourse, et ce à n'importe quel moment entre la diffusion et la rectification, cette méthode exige le recours à des expertises économiques dans le cadre de contentieux de masse, ce qui n'a pas été le choix du droit français⁴¹⁹.

2. Une altération du cours *ex post*

⁴¹⁶ C'est donc par rapport à la rectification de l'information que l'on se situe *ex ante* ou *ex post* : l'altération du cours *ex ante* est celle exercée sur le cours de bourse par la fausse information antérieurement à sa rectification – c'est-à-dire tout au long de la période d'information défectueuse -, tandis que l'altération du cours *ex post* est celle exercée sur le cours par la rectification de la fausse information, et donc postérieurement à la période d'information défectueuse.

⁴¹⁷ T. corr. Paris, 11^e ch., 20 déc. 1990 – CA Paris, 9^e ch. corr. Sect. A, 15 janv. 1992 – Cass. crim., 15 mars 1993, n° 92-82.263 – CA Orléans, 20 juin 1994 – Cass. crim., 19 oct. 1995, n° 94-83-884.

⁴¹⁸ Dans l'affaire *Régina Rubens*, pour les acquisitions effectuées au début du processus délictueux. Cf. *infra*.

⁴¹⁹ V., notamment, CLERC Ch., *La réparation du préjudice subi par un actionnaire du fait de la diffusion de fausses informations*, RTDF, 2007, n° 1, p. 31, n° 22.

8. La réparation du préjudice d'altération du cours *ex post*. L'affaire Marionnaud au civil. La révélation du caractère mensonger de l'information diffusée a généralement un impact important sur le cours de bourse : le plus souvent, il s'agit de la rectification d'une information exagérément optimiste, qui entraîne une chute notable du cours. En France, le juge commercial a eu l'occasion d'adopter un tel cadre d'analyse à l'occasion de l'affaire *Marionnaud*, dans son volet civil, ce qui a donné lieu à une discussion approfondie sur la mise en œuvre de la responsabilité civile pour fausse information, et sur les différents types de préjudice envisageables⁴²⁰. On rappellera essentiellement ici la solution retenue par le tribunal.

9. Le chef de préjudice apparent : l'altération abstraite de la décision. Le tribunal de commerce de Créteil commence par rappeler que « *la communication financière diffusée par [la société Marionnaud] était constante dans son optimisme mensonger, tout au long de la période litigieuse entre avril 2002 et le 17 décembre 2004, et de ce fait de nature à gonfler artificiellement le cours de bourse* » et que « *cette communication fallacieuse était susceptible de causer un préjudice aux actionnaires, en les incitant à acheter ou à conserver des titres de la société MARIONNAUD à un cours supérieur à sa valeur réelle* ». Il reprend ensuite le chef de préjudice dégagé par la jurisprudence *Sidel*⁴²¹, en estimant que la faute commise « *était de nature à priver les détenteurs de titres MARIONNAUD d'une chance de pouvoir arbitrer, à meilleur escient, leurs choix entre l'achat, la conservation ou la vente de titres* », et que le préjudice consiste en « *une perte de chance pour les actionnaires d'effectuer les arbitrages éclairés conformes à leur intérêt, ayant été privés de la possibilité d'arbitrer leurs actifs à bon escient* ». Il ajoute, enfin, que le préjudice « *ne peut se confondre avec le montant de pertes subies lors de la revente de titres, en raison de l'aléa propre à tout investissement boursier* ».

10. Le rejet des prétentions des actionnaires. S'agissant de l'évaluation du préjudice, le tribunal écarte, sur le fondement de l'existence de l'aléa boursier, aussi bien l'argumentation des petits porteurs fondée sur une altération du cours *ex ante* (surestimation permanente du prix d'achat de 50 % pendant toute la période de fausse information) : « *indépendamment des communications effectuées par les dirigeants concernant les résultats de l'entreprise, l'évolution des valeurs liquidatives des actions est susceptible de varier selon les fluctuations du marché sur lequel elles sont cotées* », que celle d'une société professionnelle d'investissement Aquasourca fondée sur la privation de la possibilité de céder plus tôt à un prix plus élevé. Il se refuse également à considérer comme certain et donc à indemniser le manque à gagner dont se prévaut Aquasourca du fait de la non-réalisation des gains qu'elle aurait pu obtenir par d'autres placements, plus rentables : « *pour être indemnisé, un préjudice doit présenter un caractère certain, qui exclut que sa concrétisation soit soumise à des réalisations éventuelles (...). Attendu que dans le cas présent, ces gains sont effectivement putatifs et que leur matérialité n'est pas démontrée (...)* ».

11. Le chef de préjudice réel : le nouveau préjudice d'altération du cours *ex post*. Le tribunal opte alors, contre toute attente, pour un type de préjudice qui n'avait pas été retenu jusqu'alors par la jurisprudence : le préjudice d'altération du cours *ex post*, résultant de la rectification de la fausse information. Il décide en effet d'indemniser, pour l'ensemble des

⁴²⁰ T. com. Créteil, 2^e ch., 19 janv. 2010, n° 2005F00978, Marionnaud Parfumeries.

⁴²¹ Dans l'affaire *Sidel*, la jurisprudence a dégagé un nouveau chef de préjudice, la perte de chance de pouvoir arbitrer en connaissance de cause, qui peut être qualifiée de « *perte de chance abstraite* » ou d'« *altération abstraite de la décision* ». Cf. *infra*.

actionnaires, la partie de leur moins-value⁴²² liée aux rectifications comptables, à l'exclusion de celle liée à l'aléa boursier : *« cette moins-value est liée, d'une part, aux fluctuations du marché et, d'autre part, au rétablissement de la réalité des comptes après éliminations des irrégularités comptables commises par la société MARIONNAUD PARFUMERIES. (...) seule la seconde est constitutive d'un préjudice pour les parties demanderesse et intervenants volontaires »*. Pour apprécier cette influence sur le cours de bourse, le tribunal utilise opportunément la période de suspension des cotations du titre en considérant que l'évolution du cours entre la suspension et la reprise des cotations résulte de la seule rectification des informations erronées opérée entre ces deux dates, à l'exclusion de tout autre facteur : *« pendant la période entre la suspension et la reprise de la cotation, c'est-à-dire entre le 10 et le 21 décembre, le temps écoulé est suffisamment bref pour que l'évolution du cours soit la conséquence directe de la correction des comptes d'une situation falsifiée à une situation réelle et pour que, par voie par conséquent, l'on puisse apprécier, indépendamment de tout autre facteur, la surévaluation du cours du fait des agissements de la société MARIONNAUD PARFUMERIES. (...) lorsqu'il a été suspendu le 10 décembre 2004, le cours de l'action MARIONNAUD était de 21,79€ et qu'à la reprise le 21 décembre 2004, il n'était plus que de 14,95€, soit une décote de 6,84€ par action »*. Le tribunal écarte, en revanche, l'appréciation de la valeur du titre par les analystes financiers lors de la reprise de la cotation, qui n'est qu'*« une spéculation sans matérialité »*, ainsi que l'évolution du cours de bourse postérieurement à la reprise de la cotation et le prix proposé dans le cadre de l'offre publique d'achat et l'offre publique de retrait, qui doivent être considérés comme indépendants des périodes précédentes et sans rapport avec la fausse information. Le tribunal fixe ainsi l'indemnisation à intervenir à une somme forfaitaire de 6,84 euros par action acquise avant la suspension du cours de bourse du 10 décembre 2004 et encore détenue à cette même date.

12. Appréciation. À l'issue d'une analyse assez détaillée, le juge dégage donc un nouveau chef de préjudice, le préjudice d'altération du cours *ex post* résultant de la rectification de la fausse information. Le fait générateur du préjudice semble en effet être apprécié au moment de la rectification de l'information et non au moment de l'achat initial des titres, puisque seuls sont indemnisés les investisseurs détenant encore des actions au jour de la suspension des cotations, soit juste avant la rectification de l'information, et non l'ensemble des investisseurs ayant acquis des titres pendant la période de fausse information. A cet égard, il faut bien voir toutefois que le juge considère que l'impact de la fausse information a eu une valeur fixe tout au long de la période de fausse information jusqu'à la rectification. En effet, le juge considère comme identiques l'impact *ex ante* de la fausse information sur le cours de bourse et l'impact *ex post* de la rectification de la fausse information sur le cours de bourse : *« (...) le temps écoulé est suffisamment bref pour que l'évolution du cours soit la conséquence directe de la correction des comptes d'une situation falsifiée à une situation réelle et pour que, par voie de conséquence, l'on puisse apprécier, indépendamment de tout autre facteur, la surévaluation du cours du fait des agissements de la société MARIONNAUD PARFUMERIES »*. Dans ces conditions, il importait peu que l'impact retenu soit celui exercé *ex ante* par la fausse information ou celui exercé *ex post* par la rectification de la fausse information. En effet, dans le premier cas, le juge aurait indemnisé l'ensemble des investisseurs ayant acquis des actions pendant la période de fausse information, d'une valeur fixe égale à l'impact de la fausse information sur le cours de bourse, à l'exclusion de ceux les ayant revendues puisque la revente se serait faite à un cours augmenté de la même valeur fixe. Dans le second cas, le juge ne considère comme fait générateur de préjudice que la rectification de la fausse information et n'indemnise les

⁴²² Par « moins-value », le tribunal entend ici non pas la différence positive entre le prix d'achat et le prix de vente, mais la perte de valeur des titres, puisque cette « moins-value » concerne des titres qui sont toujours détenus au jour de la rectification de la fausse information.

investisseurs que pour les titres encore détenus au jour de la rectification, c'est-à-dire non revendus, de la même valeur fixe. Les deux solutions aboutissent ainsi à des résultats identiques, lorsque l'on retient une valeur fixe comme impact de la fausse information, aussi bien du point de vue du cercle des actionnaires indemnisés que de celui du montant de l'indemnisation.

B. La réparation d'une altération concrète déterminante de la décision

13. Altération de la décision. Typologie. Comme toute information, l'information délivrée au public est susceptible d'exercer une influence sur les décisions d'investissement prises par ceux qui la reçoivent. C'est même sa finalité : selon le modèle de transparence, les obligations d'information du public, mises à la charge des intervenants sur les marchés et toujours plus nombreuses, sont conçues pour éclairer les investisseurs. La jurisprudence française a ainsi, de manière générale, privilégié la réparation d'une altération de la décision à celle d'une altération de cours. Dans ce cadre, elle a commencé par indemniser une altération « *concrète* », c'est-à-dire prise en considération d'une décision d'investissement définie⁴²³, et « *déterminante* » de la décision, au sens où l'information est considérée comme ayant déterminé l'investisseur à prendre une décision d'investissement préjudiciable⁴²⁴. Pourtant, l'altération concrète déterminante est par nature difficile à caractériser, qui plus est pour une information publique. L'approche a cependant connu un certain succès en droit français. Le plus souvent, pour remédier en particulier aux difficultés probatoires, le juge n'a pas eu d'autre choix que de présumer le caractère déterminant de l'information (1). Toutefois, dans l'affaire *Eurodirect Marketing*, la preuve a pu en être apportée par l'investisseur (2).

1. L'altération déterminante présumée

14. En cas d'acquisition des titres. Affaire *Landauer*. Dans l'affaire *Landauer*⁴²⁵, les juges du fond ont accepté de considérer, comme le demandaient les actionnaires et certainement en considération de la gravité des agissements frauduleux du dirigeant, que les fausses déclarations effectuées par ce dernier avaient été déterminantes des acquisitions réalisées : « : « *considérant qu'il ressort des pièces produites par M. C. qu'il a fait acheter par sa banque 10 titres CFTI le 1^{er} juin 1987 pour la somme de 3.638 francs TTC et que les autres acquisitions étaient antérieures à la publication des informations trompeuses dont LANDAUER a été reconnu coupable ; que dans ces conditions il ne sera tenu compte pour la réparation du préjudice de M. C. que de son acquisition la plus récente qui a été déterminée par les informations litigieuses ; considérant que dans ces conditions la cour estime à la somme de 5.000 francs la réparation des dommages résultant directement pour M. C. des agissements frauduleux de Gérard LANDAUER* »⁴²⁶. Aucun élément de preuve du caractère déterminant de l'information n'étant relevé par les juges, il semble que ces derniers ont, de fait et sans en apporter une quelconque justification, posé implicitement une présomption de causalité entre l'information et la décision d'acquisition de l'investisseur. Tirant assez logiquement les

⁴²³ Par opposition à l'altération « *abstraite* » de la décision, soit une atteinte générale à la faculté de l'investisseur d'arbitrer ses décisions d'investissement en connaissance de cause, qui ne s'exerce donc pas par rapport à une décision définie. Cf. *infra*. V. CLERC Ch., art. préc., spéc. n° 31 et 32, qui parle, à propos de la jurisprudence relative à l'affaire *Sidel*, de « *notion abstraite de perte d'une chance* ».

⁴²⁴ Par opposition à l'altération « *non déterminante* » de la décision, lorsque la fausse information n'est pas considérée comme ayant déterminé l'investisseur dans sa décision, mais simplement comme lui ayant fait perdre une chance de ne pas prendre cette décision d'investissement.

⁴²⁵ T. corr. Paris, 11^e ch., 10 juin 1994, n° P8820369013 – CA Paris, 9^e ch. corr. sect. A, 18 déc. 1995, n° 1994/04893 – Cass. crim. 15 mai 1997, n° 96-80.399.

⁴²⁶ CA Paris, 9^e ch. corr. sect. A, 18 déc. 1995, n° 1994/04893, préc.

conséquences de la présomption de causalité, ils ont alors indemnisé deux investisseurs d'au moins, semble-t-il, la totalité de leurs pertes⁴²⁷. En revanche, les juges ont exclu expressément toute indemnisation pour les titres acquis avant la période de diffusion des informations litigieuses et conservés pendant celle-ci. La solution surprend car le fait d'opter pour une définition intellectuelle du préjudice aurait permis justement, comme l'y avait invité la chambre criminelle dans l'affaire *Société générale de fonderie*⁴²⁸, de réparer le préjudice résultant de la conservation de titres sur la foi des fausses informations.

15. En cas d'acquisition et de conservation des titres. Affaire *Comptoir des entrepreneurs*. Le juge répressif a de nouveau eu recours, à l'occasion de l'affaire du *Comptoir des entrepreneurs*⁴²⁹, à une présomption de causalité, mais l'a élargie cette fois à l'hypothèse de la conservation des titres. Dans cette espèce, plusieurs actionnaires qui avaient acquis ou conservé des titres à la suite de la publication par la société de comptes inexacts ou de la conférence de presse au cours de laquelle des informations mensongères avaient été diffusées, s'étaient constitués parties civiles à l'encontre des dirigeants, des chefs de présentation ou publication de comptes infidèles et diffusion d'informations fausses ou trompeuses. Le tribunal a fait droit à leurs demandes en considérant que les actionnaires n'auraient pas acquis leurs titres s'il n'y avait pas eu diffusion de fausses informations sur la situation de la société, « *ce qui, compte tenu de l'ampleur de la tromperie et de l'effondrement du cours après la révélation de la réalité, apparaît difficilement contestable* »⁴³⁰, et que les actionnaires ayant conservé leurs titres auraient immédiatement revendu leurs titres avant la chute brutale du cours s'ils avaient été correctement informés. Outre la présomption de causalité, est pour la première fois admise l'indemnisation des actionnaires ayant conservé leurs titres, mais de façon quelque peu curieuse. En effet, le tribunal justifie cet élargissement au motif de la privation pour l'investisseur de la faculté de revendre immédiatement ses titres avant la chute brutale du cours. Or, on voit mal comment les actionnaires auraient pu éviter cette chute brutale dès lors que l'ensemble du marché aurait été informé de la réalité de la situation.

S'agissant de l'évaluation du préjudice, le tribunal distingue les actionnaires ayant acquis et les actionnaires ayant conservé leurs actions sur la foi des informations mensongères. Aux premiers qui estimaient qu'ils n'auraient pas acheté leurs actions s'ils avaient été au fait de la situation réelle de la société, il octroie une indemnisation comprenant le prix des actions achetées et un manque à gagner dû à la privation des sommes placées dans les titres. Aux seconds qui se prévalaient d'un préjudice tenant à la privation de l'exercice efficace de leur droit de vote et surtout, de la faculté de revendre immédiatement leurs titres avant la chute brutale du cours, il accorde une indemnisation égale à la différence entre la valeur des actions précédant la diffusion des fausses informations et la valeur résiduelle de ces dernières. Autrement dit, le tribunal accorde aux parties civiles une réparation au moins égale au montant des pertes subies, voire, pour certaines d'entre elles - celles ayant acheté les titres alors que la situation véritable de la société était dissimulée -, à celui du gain manqué du fait de la privation de la disponibilité des sommes placées. La cour d'appel confirme la décision des premiers juges aussi bien pour les actionnaires ayant conservé que pour les actionnaires ayant acquis leurs actions sur la base

⁴²⁷ Plus précisément, les juges ont indemnisé, en première instance, un premier actionnaire auquel ils ont accordé le montant total sollicité et, en appel, un second actionnaire auquel ils ont octroyé des dommages-intérêts supérieurs au prix d'achat des titres.

⁴²⁸ Cass. crim. 15 mars 1993, n° 92-82.263, préc.

⁴²⁹ T. corr. Paris, 11^e ch., 17 déc. 1997, n° 9304169023 - CA Paris, 9^e ch. corr. sect. A, 16 déc. 1998 - Cass. crim. 29 nov. 2000, n° 99-80.324.

⁴³⁰ RONTCHEVSKY N., note sous T. corr. Paris, 11^e ch., 17 déc. 1997, Bull. Joly Sociétés, 1998, n° 5, p. 485, § 165.

d'indications. Les prévenus forment alors un pourvoi devant la Cour de cassation ayant essentiellement pour objet, s'agissant des réparations octroyées aux actionnaires, de contester l'indemnisation des parties civiles ayant conservé leurs actions à la suite de la diffusion des informations trompeuses. Ils estiment en effet que seuls les achats d'actions postérieurs à la diffusion des informations mensongères avaient pu être déterminés par lesdites informations et pouvaient ainsi caractériser un préjudice direct. Refusant d'entrer dans le détail de l'argumentation des prévenus, la Cour de cassation rejette le pourvoi, au motif que la question du préjudice relève du pouvoir souverain d'appréciation des juges du fond. Quoique la question eût mérité un examen plus approfondi, le préjudice de l'actionnaire ayant conservé ses titres sur la foi d'informations mensongères était ainsi implicitement admis par la Haute juridiction.

16. La présomption de causalité dans l'affaire *Sedri*. Une approche similaire a été sans doute retenue par les juges de la 11^e chambre du tribunal correctionnel de Paris dans l'affaire *Sedri*⁴³¹, même si la prise en compte du caractère déterminant de la fausse information ne ressort pas aussi clairement que dans les décisions précédentes. Le tribunal, en revanche, met encore davantage en relief la dimension intellectuelle du préjudice : *« la diffusion des fausses informations dans le public sur les perspectives ou la situation de la société SEDRI de nature à influencer sur les cours, facilitée notamment par la certification par les commissaires aux comptes, MM. G et B, de l'exactitude et de la sincérité des éléments chiffrés extraits des comptes sociaux et consolidés de ladite société et publiés dans la note relative à l'augmentation du capital de cette dernière, et qui n'a pas permis aux tiers de connaître la nature exacte et les risques inhérents à l'activité du groupe SEDRI et d'apprécier les résultats de son objet réel, a eu pour effet de tromper lesdits tiers en les encourageant, soit à acheter des titres SEDRI, soit pour ceux déjà actionnaires, à ne pas les céder, tous étant porteurs de titres qui se sont révélés au final dénués de toute valeur et de ce fait ayant subi un préjudice certain »*. Il détermine, par ailleurs, avec précision la période pendant laquelle les informations mensongères ont été diffusées et accueille l'action civile aussi bien des actionnaires ayant acquis que des actionnaires ayant conservé leurs actions pendant ladite période : *« que cette diffusion a cessé toute conséquence préjudiciable aux tiers lors de l'ouverture d'une procédure collective à l'encontre de la société S le 17 août 1990, date à partir de laquelle la réalité de la situation de celle-ci a été publiquement connue ; qu'il s'ensuit que les constitutions de partie civile relatives, d'une part, à des achats suivis de vente avant la connaissance par le public de la note d'information susvisée, savoir à la date du 25 septembre 1989, d'autre part, à l'achat de titres postérieurs au 17 août 1990, seront déclarées irrecevables, en l'absence de tout lien avéré de causalité entre les préjudices dont il est demandé réparation et les infractions commises »*. Une présomption de causalité est ainsi implicitement posée entre l'information fautive et la décision d'investissement préjudiciable dès lors que cette décision (d'acquisition ou de conservation) a bien eu lieu pendant la période litigieuse, soit entre la diffusion des informations mensongères au public et l'ouverture de la procédure collective de la société qui a révélé aux tiers la véritable situation de celle-ci, toutes les autres constitutions de partie civile étant déclarées irrecevables. La solution est en partie nouvelle car, cette fois, la présomption de causalité est appliquée en considération d'une détermination précise de la période litigieuse, ce qui visait sans doute à faciliter la tâche du tribunal confronté en l'espèce à un grand nombre, 505, de constitutions de partie civile. Cette méthode allait d'ailleurs connaître une certaine postérité dans les affaires ultérieures présentant un contentieux de masse. Le président aussi bien que les commissaires aux comptes ont été ainsi condamnés à indemniser lesdits actionnaires des chefs respectivement

⁴³¹ T. corr. Paris, 11^e ch., 27 févr. 1998, n° 98/07599, *Sedri* - CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 8 oct. 1999, J.-C. G., *JurisData* n° 1999-024560 (confirmation), et Cass. crim. 24 janv. 2001, n° 00-80.247, J.-C. G. (rejet) - CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 25 mai 2000, B. B. (confirmation) et Cass. crim. 4 avr. 2001, n° 00-84.322, B. B. (rejet).

du délit de fausse information et de complicité du même délit. S'agissant de l'évaluation du préjudice, le tribunal observe « *qu'en ce qui concerne toutes les parties civiles qui seront reçues en leur constitution, le principe et le montant de chacun des préjudices allégués ne sont nullement, et de façon spécifique, sérieusement contestés par les prévenus ; que, dès lors, l'indemnité propre à réparer chacun desdits préjudices sera fixée, compte tenu de tout ce qui précède et de l'ensemble des éléments régulièrement versés aux débats* ». On peut dès lors supposer que les juges ont dans l'ensemble fait droit aux demandes des parties civiles et qu'a été au moins réparée la totalité des pertes subies. Cela a suscité une appréciation critique de la part de la doctrine qui a estimé que le préjudice résultant de la conservation des titres devait plutôt s'analyser en une perte de chance et donc faire l'objet d'une réparation inférieure⁴³².

17. Les conséquences de la présomption de causalité : une indemnisation effective et plus importante des victimes sur le marché boursier. En optant pour la prise en compte d'une altération concrète déterminante de la décision dans plusieurs affaires, le juge répressif a voulu permettre une réparation effective, dans les cas où l'ampleur des déclarations erronées sur le marché boursier était telle qu'il était probable que les investisseurs n'auraient pas acquis⁴³³, voire conservé, leurs titres s'ils avaient été correctement informés. La solution a également permis au juge de faire face à un contentieux de masse, comme dans l'affaire *Sedri*, en adoptant une logique collective de réparation. L'indemnisation accordée s'avère, en outre, plus importante. D'une part, quant au champ d'application, plus étendu, des victimes, la solution permettant d'appréhender également le préjudice résultant de la conservation des titres. D'autre part, quant à l'évaluation, plus généreuse, du préjudice, celui-ci devant compenser au moins la totalité des pertes subies, voire les autres conséquences de l'acquisition ou de la conservation d'un titre, et notamment le gain manqué du fait de la privation des sommes placées. Le juge n'est toutefois parvenu à cette solution qu'au prix d'une présomption implicite de causalité entre information et décision d'investissement et de l'abandon de l'exigence effective de preuve de la causalité, et donc au mépris éventuel de la réalité des faits. Un investisseur est cependant arrivé à prouver le caractère déterminant des informations inexacts sur ses décisions d'investissement dans une affaire portée, cette fois, devant le juge civil.

2. L'altération déterminante prouvée

18. La preuve de l'altération déterminante par le rapprochement de circonstances de fait. Affaire *Eurodirect Marketing*. Dans l'affaire *Eurodirect Marketing*, la société avait publié, en avril 1998, des informations erronées sur ses perspectives de résultats en indiquant des prévisions qu'elle savait raisonnablement ne pas pouvoir atteindre. L'information n'avait été rectifiée que tardivement, par un communiqué de presse d'octobre de la même année. Un actionnaire, qui avait essuyé des pertes à la suite d'achats et de reventes effectués sur les actions et les bons de souscription d'action de cette société pendant la période de diffusion des fausses informations, sollicita devant le juge civil la réparation des pertes ainsi subies ainsi que d'une perte de chance de gain – il soutenait qu'il aurait pu investir son argent dans un placement plus rentable – sur le fondement de l'article 1382 du Code civil. Il ne demanda pas en revanche à être indemnisé pour les titres achetés durant la même période, mais non revendus, ni pour les

⁴³² RONTCHEVSKY N., note sous T. corr. Paris, 11^e ch., 27 févr. 1998, Bull. Joly Sociétés, 1998, n° 9, p. 925, § 291.

⁴³³ Bien que la solution ne soit pas aussi explicite, c'est sans doute un raisonnement similaire qui a conduit les juges du fond, dans l'affaire *Régina Rubens*, à indemniser de la totalité de leurs pertes les actionnaires ayant acquis leurs titres « *en plein cœur des fraudes* », « *compte tenu de l'effondrement boursier consécutif aux révélations* » (cf. *infra*).

titres achetés avant la publication de la fausse information⁴³⁴. La cour d'appel rapprocha plusieurs circonstances de fait pour reconnaître que l'information avait bien constitué la cause déterminante des décisions d'investissement que l'investisseur avait prises, ce dont celui-ci se prévalait. Elle releva, d'une part, que les achats, bien qu'ils aient débuté plusieurs mois avant la publication du communiqué mensonger, s'étaient nettement amplifiés à partir de sa publication, et, d'autre part, que l'actionnaire avait « *pris le soin de réclamer aux dirigeants de la société Eurodirect Marketing la communication du document de référence 1997 afin de vérifier, au lendemain de l'assemblée générale des actionnaires, les informations publiées en avril 1998, ce qui atteste de l'intérêt qu'elles présentaient pour lui* ». Elle écarta enfin l'argument avancé par la société selon lequel l'actionnaire avait commencé à céder ses titres avant d'avoir eu connaissance de la rectification de la fausse information, estimant que cela ne remettait nullement en cause le fait qu'il ait pu être trompé par les informations exagérément optimistes publiées en avril 1998, compte tenu de la baisse continue du cours, amorcée dès avant la rectification. On mesure toutefois la difficulté de l'exercice et à quel point la reconnaissance du caractère déterminant d'une information à l'égard d'un investisseur dépend de l'appréciation souveraine des juges du fond.

19. Définition et évaluation du préjudice. Alors qu'en première instance, le tribunal procéda à une réparation forfaitaire « *toutes causes de préjudice confondues* » sans détailler entre pertes subies et perte de chance de gain et sans définir la nature du préjudice, la cour d'appel de Colmar réforma la décision sur ce point et se livra à une analyse plus fine. Elle définit le préjudice comme étant constitué par « *la différence entre le prix d'achat et le prix de vente des actions et des bons de souscription d'action acquis postérieurement à la publication du communiqué comportant les informations mensongères* ». Elle écarta en revanche la perte de chance de gain dont se prévalait l'investisseur, estimant qu'il n'y avait pas lieu « *de tenir compte d'une prétendue perte de chance de gain, totalement aléatoire, et liée à des circonstances exclusivement étrangères* ». La Cour de cassation approuva la décision, jugeant qu'en raison du caractère tardif de la rectification opérée, la cour d'appel avait pu décider « *qu'il existait un lien de causalité entre les manquements commis par la société et le préjudice subi par M. X. en revendant à perte les actions qu'il n'aurait pas achetées s'il n'avait pas été victime d'informations trompeuses* ». Le préjudice réparé a donc été égal à la différence entre le prix d'achat et le prix de vente des titres c'est-à-dire, logiquement, à la totalité des pertes subies, dès lors que la fausse information a été déterminante de l'achat effectué, comme dans les affaires dans lesquelles une présomption de causalité avait été posée. On observera toutefois que la réparation s'est limitée au montant de ces pertes, à l'exclusion d'un quelconque manque à gagner, contrairement à ce qui avait été décidé par la jurisprudence dans l'affaire *Comptoir des entrepreneurs*, s'agissant des actionnaires ayant acquis leurs actions pendant la période de diffusion des fausses informations.

20. Synthèse. Dans la majorité des cas, le juge français a ainsi commencé par rendre l'indemnisation des investisseurs effective en présumant la causalité. Toutefois, au regard de la difficulté à déterminer et à démontrer l'effet de l'information, le juge s'il souhaitait continuer de saisir le préjudice dans sa dimension intellectuelle, se trouvait assez naturellement conduit à estimer que, correctement informé, l'investisseur aurait, éventuellement, probablement ou certainement - avec une probabilité variable donc -, adopté une autre décision d'investissement. Cela revenait à considérer que la fausse information lui avait simplement fait perdre une chance

⁴³⁴ TGI Strasbourg, 2^e ch. com., 8 juin 2001, n° 99/00963, Michel Pfeiffer c/ Société Eurodirect Marketing, inédit - CA Colmar, 1^{re} ch. civ., 14 oct. 2003, n° 01/03432, Michel Pfeiffer c/ Société Eurodirect Marketing - Cass. com. 22 nov. 2005, n° 03-20.600, Société Eurodirect Marketing c/ Michel Pfeiffer.

de prendre une décision d'investissement différente, et à appréhender désormais l'altération « *non déterminante* » de la décision.

II. La réparation consacrée d'une altération non déterminante de la décision (perte de chance)

21. Préliminaire : le recours à la perte de chance dans une espèce particulière (affaire *Flammarion*). Juger que l'information mensongère avait exercé une influence intellectuelle, mais non déterminante, sur la décision d'un investisseur, a naturellement amené le juge à considérer que l'information lui avait simplement fait perdre une chance de prendre une autre décision d'investissement. La jurisprudence a ainsi, à l'occasion de l'affaire *Flammarion*⁴³⁵, eu recours, pour la première fois, à la notion de perte de chance dans le cas d'une diffusion d'informations mensongères auprès du public, notion appelée à faire florès. Elle l'a fait à l'occasion d'une espèce particulière, dans laquelle l'information diffusée par la société avait fait perdre à certains investisseurs - les actionnaires minoritaires - une chance bien spécifique, celle de ne pas vendre leurs titres dès l'annonce de mauvaises nouvelles pour les céder plus tard dans le cadre d'une garantie de cours. Il s'agissait donc de la perte d'une chance de prendre une décision précisément définie, c'est-à-dire une perte de chance concrète ou préjudice d'altération concrète non déterminante de la décision. La société avait, dans cette affaire, publié ses résultats semestriels ainsi qu'un rapport d'activité au BALO puis un communiqué paru aux Échos, dont il ressortait une baisse des résultats et des perspectives négatives. Des actionnaires minoritaires avaient aussitôt vendu leurs titres. Cependant, quelques jours plus tard, les actionnaires majoritaires avaient annoncé la cession de leur bloc d'actions à un prix presque deux fois supérieur, avec garantie de maintien de cours pour les titres demeurant en circulation. Certains actionnaires minoritaires demandèrent alors réparation de leur préjudice en justice en invoquant une faute de la société, consistant en la publication d'un communiqué incomplet. En première instance, le tribunal rejeta la demande, estimant que l'émetteur n'avait commis aucune faute. La demande fut toutefois accueillie en appel, la cour considérant que le comportement de l'émetteur avait eu pour conséquence de priver les actionnaires minoritaires d'une chance de céder leurs actions dans le cadre de la garantie de cours. Compte tenu de « *l'aléa très faible* » de non-réalisation de l'opération au moment de la publication du communiqué litigieux, la cour d'appel calcula le préjudice tenant à la perte de chance subie par les investisseurs sur la base d'une probabilité élevée de réalisation de l'opération⁴³⁶. Dans cette affaire, le recours à la notion de perte de chance semble adapté : si les actionnaires minoritaires avaient été informés, en même temps que le public, du projet de cession et de garantie de cours, il ne fait pas de doute qu'ils auraient préféré attendre pour céder leurs titres ; toutefois, il existait bien un aléa, quoique faible, affectant la réalisation de la garantie de cours, de sorte que le calcul du préjudice sur la base d'une perte de chance affectée d'une probabilité de réalisation élevée, valable pour tous les minoritaires⁴³⁷, paraissait convenir⁴³⁸. Toutefois, cette jurisprudence est intervenue à l'occasion d'une situation particulière, dans laquelle le recours à la perte de chance s'imposait, en ce que la décision d'investissement manquée était clairement précisée, puisqu'il s'agissait de conserver ses titres pour les apporter à la garantie de cours – l'altération de la décision était donc nécessairement concrète -, et présentait en outre une forte probabilité. Or, généralement, en cas d'information publique, la décision d'investissement manquée ne s'impose pas aussi

⁴³⁵ TGI Paris, 5^e ch. 2^e sect., 15 nov. 2001, n° 2000/18125, *Flammarion*, inédit - CA Paris, 25^e ch. sect. B, 26 sept. 2003, n° 2001/21885, *Flammarion*, JurisData n° 2003-224156.

⁴³⁶ Pouvant être estimée à 88 %. Le calcul résulte des montants alloués par la cour d'appel. V. Ch. Clerc, art. préc., spéc. n° 18 et 19.

⁴³⁷ Cf. *infra*, sur la perte de chance « *concrète non individualisée* ».

⁴³⁸ Dans ce sens, CLERC Ch., *ibid.*

nettement dans sa nature et sa probabilité. En effet, si la théorie de la perte de chance paraît adaptée en cas de défaut d'information ou de renseignement, c'est le plus souvent dans l'hypothèse d'une information délivrée de manière personnelle et individualisée. Or, il est bien plus difficile de déterminer le comportement qu'aurait adopté un individu du fait d'une information défectueuse délivrée à l'ensemble du public.

22. Aménagements de la perte de chance. Ainsi, lorsque la jurisprudence a été amenée, par la suite, à statuer sur des espèces plus classiques dans lesquelles des titres avaient été achetés, vendus ou conservés alors que de fausses informations étaient délivrées au public sur le marché secondaire, elle a certes consacré le recours à la perte de chance, mais en l'aménageant profondément aux fins de répondre aux nécessités des contentieux de masse, et cela dans deux directions. D'abord, la jurisprudence s'est orientée vers la réparation d'une perte de chance particulière, que l'on peut qualifier d'« *abstraite* » en ce qu'elle consiste dans une atteinte générale à la faculté de l'investisseur d'arbitrer en connaissance de cause (A). Ensuite, elle a privilégié une perte de chance « *concrète* », c'est-à-dire prise en considération d'une décision d'investissement définie, mais « *non individualisée* » (B).

A. La perte de chance abstraite

23. Construction jurisprudentielle. La solution consistant à indemniser une altération abstraite de la décision par l'information, c'est-à-dire une atteinte générale à la faculté d'un investisseur d'arbitrer en connaissance de cause ou encore « *perte de chance abstraite* », a d'abord été affirmée par les juges du fond (1), puis consacrée par la Cour de cassation (2), et enfin approfondie par les juges du fond (3).

1. L'affirmation par les juges du fond

24. Décisions des juges du fond. L'altération abstraite a été mise au jour dans l'affaire *Sidel* (a). D'autres décisions des juges du fond ont bien repris par la suite ce chef de préjudice, mais en l'appliquant de manière incohérente (b).

a. La mise au jour dans l'affaire *Sidel*

25. La mise au jour de l'altération abstraite de la décision dans l'affaire *Sidel*. L'affaire *Sidel* est fondamentale au sein du contentieux boursier, car elle a été l'occasion, pour les juges du fond, de dégager un nouveau chef de préjudice, dont il convient de préciser les conséquences. Pour avoir communiqué au marché de fausses informations relatives au carnet de commandes et aux perspectives de la société et publié des comptes inexacts, les dirigeants de la société *Sidel* ont été condamnés à indemniser les quelque 700 actionnaires qui, pour la plupart emmenés par des associations d'actionnaires minoritaires ou de petits porteurs, s'étaient constitués parties civiles⁴³⁹ aux fins de demander la réparation de la perte de valeur de leurs titres consécutivement à la révélation des tromperies. En réponse, le tribunal commence par rappeler que la notion de risque est une donnée inhérente aux marchés financiers et que tout investissement en bourse présentant un caractère spéculatif, la réalisation d'une moins-value n'établit pas, en elle-même, l'existence d'un préjudice, excluant *de facto* que la réparation intégrale des pertes puisse être automatique : « *en matière boursière, le fait que les parties civiles, contrairement à ce que certaines d'entre elles font valoir, aient vendu leurs titres à un prix inférieur à leur prix d'achat,*

⁴³⁹ T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 12 sept. 2006, n° 0018992026 - CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 31 oct. 2008, n°06/09036 – Cass. crim. 18 nov. 2009, n° 08-88.078.

même en présence d'infractions, n'établit pas en soi leur préjudice. En effet, le cours des actions cotées en bourse, présente en soi, un caractère spéculatif. La notion de risque est une donnée devant être prise en compte par l'investisseur ».

Le tribunal se livre ensuite à une analyse détaillée du préjudice. Il relève d'abord que la publication d'informations financières inexactes, qui s'est déroulée sur une longue période de temps, entre 1995 et la cession de Sidel dans le cadre de l'offre publique d'achat de Tetra Laval en 2001, « a eu effectivement pour effet de faire croire aux actionnaires parties civiles que la situation et les perspectives de l'entreprise étaient meilleures qu'elles ne l'étaient en réalité », ce qui a pu conduire des investisseurs « sur la base de ces informations à acheter ou à conserver des titres dont la valeur réelle était inférieure au cours de l'action ». Le tribunal définit alors la nature exacte du préjudice : « en réalité les actionnaires ont subi, en l'espèce, un préjudice résultant de la perte d'une chance en achetant ou en conservant une action dont les perspectives prometteuses étaient manifestement surévaluées. Leur liberté de choix a été faussée et un préjudice direct leur a ainsi été causé ».

Cette analyse est confirmée, de manière particulièrement claire, en appel : « les informations trompeuses (...) ont influé sur les décisions des investisseurs, les analystes financiers étant particulièrement attentifs à toute différence entre les résultats attendus et réalisés (...) ; qu'elles ont toutes concouru à fausser la perception par les investisseurs de la situation réelle de l'entreprise et ses perspectives ; que ceux-ci ont de ce fait (...) été empêchés de prendre des décisions sur la base d'informations sincères, qu'ils n'ont pu prendre en connaissance de cause leur décision d'investissement et ont été privés de la chance d'effectuer des arbitrages éclairés, de mieux investir leur argent ».

26. Une définition abstraite et intellectuelle du préjudice : une atteinte à la faculté d'arbitrer en connaissance de cause. Pour les juges du fond, le préjudice résulte ainsi du fait que les actionnaires, croyant la valeur des titres Sidel supérieure à ce qu'elle était en réalité, n'ont pas pu réaliser les arbitrages qu'ils auraient effectués en l'absence d'informations mensongères. Il s'agit donc de l'atteinte à la faculté de l'investisseur d'arbitrer sur le marché en connaissance de cause, atteinte qui lui a fait perdre une chance de faire des investissements plus profitables.

La solution consacre ainsi la dimension abstraite et intellectuelle du préjudice. En effet, en raison même de son abstraction, le préjudice ne consiste plus qu'en une influence exercée par la fausse information sur la faculté purement intellectuelle de l'investisseur d'arbitrer sur le marché en connaissance de cause, c'est-à-dire en une atteinte générale à sa liberté de choix, sans référence à un quelconque élément factuel ou à une décision d'investissement précise. L'on remarquera d'ailleurs, que les juges ont, aussi bien en première instance qu'en appel, opté délibérément pour une définition de nature intellectuelle du préjudice, alors qu'auparavant les faits particuliers de certaines espèces (*Eurodirect Marketing*, *Flammarion*) les avaient naturellement conduits à appréhender une altération de la décision. Dans l'affaire *Sidel*, les investisseurs n'apportaient pas la preuve qu'ils avaient été déterminés à acheter ou à conserver les titres par les fausses informations et aucune décision d'investissement, autre que celle de vendre ou de ne pas acheter, ne s'imposait. Les juges ont délibérément décidé de privilégier la réparation d'une altération de la décision, et plus encore d'une altération abstraite⁴⁴⁰. On peut penser que ce faisant, les juges ont cherché à prendre la finalité particulière du marché financier

⁴⁴⁰ Dans les affaires *Landauer*, *Comptoir des entrepreneurs* et *Sedri*, les juges ont délibérément retenu une altération de la décision, mais concrète déterminante au moyen d'une présomption de causalité, et non une altération abstraite.

qui, en vertu de la théorie de l'efficience, doit mettre à chaque instant toute l'information existante à disposition de l'investisseur, afin que celui-ci soit en mesure d'arbitrer entre les multiples décisions d'investissement ou de désinvestissement qui se présentent à lui⁴⁴¹, en vue d'assurer l'exactitude du cours de bourse, et, ce faisant, la rencontre optimale entre l'offre et la demande de capitaux et l'allocation efficiente des ressources. Cette finalité spécifique conduit le marché à placer l'investisseur dans une situation constante d'arbitrage entre l'achat, la conservation ou la vente : si une fausse information est délivrée au marché, il n'est intellectuellement plus en mesure de prendre les décisions d'investissement les plus profitables. Le chef de préjudice dégagé par les juges du fond apparaît ainsi assez approprié au particularisme du marché financier qui met constamment l'investisseur en situation d'arbitrage intellectuel ; il ne peut d'ailleurs guère être envisagé dans une société autre qu'une société cotée.

27. Le recours à la théorie de la perte de chance. Débat. Une grande partie de la doctrine a salué l'effort entrepris par la jurisprudence pour établir, avec inventivité, une nouvelle définition du préjudice permettant une responsabilité civile effective⁴⁴². D'autres auteurs ont cependant regretté que la jurisprudence n'ait pas privilégié l'analyse économique aux fins de réparer une altération du cours⁴⁴³, ou bien mis en évidence que la solution s'éloigne fortement de la conception traditionnelle de théorie prétorienne la perte de chance⁴⁴⁴. En effet, la théorie a été conçue pour permettre l'application de la responsabilité civile aux situations dans lesquelles un aléa affecte la réalisation du dommage⁴⁴⁵, qu'il s'agisse de la perte de chance que se réalise un événement favorable comme dans l'affaire *Flammarion*, bien d'avoir évité un événement défavorable, un risque⁴⁴⁶, comme il en va la plupart du temps en matière boursière (où un investisseur ayant réalisé des pertes prétend qu'il aurait eu une chance de les éviter s'il avait été bien informé). Ce qui est commun à toutes ces situations, c'est qu'aucune certitude n'existe quant à la réalisation du préjudice « final », c'est-à-dire le dommage auquel la victime aurait éventuellement pu échapper si la faute n'avait pas été commise, qu'il s'agisse d'une perte subie ou d'un gain manqué. Le seul préjudice certain qui puisse être retenu est une perte d'une chance de ne pas avoir subi le dommage final, et se calcule en appliquant le coefficient de probabilité de réalisation à la perte subie ou au gain manqué. En tout état de cause, la « *perte de chance* » indemnisée dans l'affaire *Sidel* se distingue nettement de cette approche. Il ne s'agit pas, en effet, de la perte de chance concrète d'avoir pris une autre décision précisément déterminée – en l'occurrence, par exemple, la décision de ne pas acheter ou bien de ne pas conserver des titres Sidel, l'évaluation de la perte de chance nécessitant d'estimer la probabilité que, correctement informés, les investisseurs n'aient pas acheté ou conservé lesdits titres –,

⁴⁴¹ V., sur ce point, DAIGRE J.-J., note sous T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 12 sept. 2006, Rev. sociétés, 2007, p. 102.

⁴⁴² V., *inter alia*, BARBIÈRI J.-F., note sous T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 12 sept. 2006, Bull. Joly Sociétés, 2007, n° 1, p. 119 ; DAIGRE J.-J., note sous T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 12 sept. 2006, Rev. sociétés, 2007, p. 102 ; SCHMIDT D., note sous T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 12 sept. 2006, D., 2006, p. 2522, et, *De quelques règles procédurales régissant l'action en responsabilité civile contre les dirigeants de sociétés « cotées » in bonis*, in *Études de droit privé : mélanges offerts à Paul Didier*, avant-propos GERMAIN M., préf. FOYER J., Economica, 2008, p. 383, spéc. p. 388 s. ; DETHOMAS A., note sous CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 31 oct. 2008, Rev. Lamy dr. aff., févr. 2009, n° 35.

⁴⁴³ DEZEUZE É., Bull. Joly Bourse, 2007, n° 1, p. 37.

⁴⁴⁴ V. surtout, CLERC Ch., art. préc., n° 32.

⁴⁴⁵ V. VINEY G., JOURDAIN P. et CARVAL S., *Traité de droit civil, Les conditions de la responsabilité*, dir. GHESTIN J., LGDJ-Lextenso, 2013, 4^e éd., n° 278 et s. ; BACACHE-GIBEILI M., *Traité de droit civil, t. 5, Les obligations, La responsabilité civile extracontractuelle*, Economica, coll. Corpus Droit privé, 2021, 4^e éd., n° 382 et s. ; *La réparation de la perte de chance : quelles limites ?*, D. 2013. 619.

⁴⁴⁶ Une partie de la doctrine considère cependant que la perte de chance ne peut, comme son nom l'indique, que concerner la réalisation d'un événement favorable.

mais de la perte de chance abstraite et générale de n'avoir pu prendre, dans un environnement d'informations fiables, des décisions plus profitables, de n'avoir pas pu mieux arbitrer leurs investissements, dont on voit mal à l'aide de quel coefficient de probabilité elle pourrait être évaluée. La situation peut être analysée de la manière suivante : la simple violation du « *droit à l'information* » de l'investisseur doit entraîner réparation, peu important les conséquences en résultant concrètement pour lui. La qualification de « *perte de chance* » est donc discutable.

28. Conséquences de la définition abstraite : présomptions de causalité et de préjudice.

Le recours à la théorie de la perte de chance ne fait pas pour autant disparaître toute exigence causale : ce n'est plus la preuve de la relation entre le fait générateur et le préjudice final qui doit être rapportée mais celle du lien entre le fait générateur et la perte de chance, sorte de préjudice intermédiaire, ce qui réduit la charge probatoire. Ainsi, il n'y a plus à établir que l'information a déterminé l'investisseur à prendre la décision (c'est-à-dire, que sans cette information, il ne l'aurait pas prise), mais seulement qu'il aurait alors eu une chance de ne pas la prendre. Si la preuve du lien de causalité est bien plus simple à apporter, c'est le calcul de la probabilité liée à la perte de chance qui s'avère généralement complexe.

Rien de tel dans l'affaire *Sidel*. La perte de chance étant une perte de chance abstraite, celle pour un investisseur d'arbitrer en connaissance de cause, plus aucun lien de causalité ne devrait de fait être requis, tout investisseur pouvant être considéré comme ayant été atteint dans sa liberté d'arbitrer (y compris l'investisseur dépourvu de tout lien avec le titre)⁴⁴⁷. En l'espèce, aux fins de maintenir le contentieux dans des proportions raisonnables, le tribunal limite cependant le nombre potentiel de victimes, en considérant que n'ont cette qualité que ceux qui ont subi « *un préjudice résultant de la perte d'une chance en achetant ou en conservant une action dont les perspectives prometteuses étaient manifestement surévaluées* ». Un lien avec la société reste donc exigé, qui consiste dans le maintien ou l'acquisition de la qualité d'actionnaire pendant la période d'information défectueuse. Une présomption de causalité est ainsi posée : sont présumés avoir fait l'objet d'une atteinte à leur liberté d'arbitrer par la fausse information tous ceux qui ont acquis ou conservé des actions de la société pendant la période d'information défectueuse. Outre la présomption de causalité, la perte de chance abstraite conduit également à une présomption de préjudice, dans la mesure où on déduit de la seule faute dans l'information du public l'existence d'un préjudice pour l'investisseur consistant dans une atteinte à sa faculté d'arbitrer, et ce sans se préoccuper des conséquences réelles de l'information défectueuse pour l'investisseur concerné.

29. Conséquence de la définition abstraite : une réparation forfaitaire.

Après avoir posé que le préjudice « *ne se confond pas avec le montant des pertes subies par les parties civiles lors de la vente des titres, en raison du risque et de l'aléa propre à tout investissement boursier* »⁴⁴⁸, les juges du fond évaluent, aux termes d'une motivation lapidaire⁴⁴⁹, la perte de chance subie par chaque actionnaire à la somme de 10 euros par action détenue, et ce, en contravention avec les principes de la responsabilité civile qui exigent une réparation intégrale du préjudice et proscrivent une réparation par forfait. En effet, le recours à la théorie de la perte

⁴⁴⁷ CLERC Ch., art. préc., n° 32.

⁴⁴⁸ CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 31 oct. 2008, n°06/09036, *Sidel*, préc.

⁴⁴⁹ Le tribunal se contente, pour évaluer le préjudice, de prendre en compte les montants de la surévaluation des résultats pour les deux exercices concernés et d'indiquer qu'ils « *doivent cependant être confrontés aux chiffres du groupe* ». Est par ailleurs écarté des débats le fait qu'une transaction ait pu être conclue entre d'une part la société *Sidel* et un actionnaire principal, *Eurazeo*, filiale du groupe financier *Lazard*, et d'autre part, la société *Deminor*, agissant pour le compte de certains actionnaires, à un montant par action supérieur. La cour d'appel confirme ce montant sans autre précision.

de chance ne permet pas en principe au juge de faire fi du principe de la réparation intégrale, celui-ci devant en principe calculer le préjudice final et lui appliquer le coefficient de probabilité correspondant à la perte de chance.

En pratique toutefois, les tribunaux se livrent rarement à un tel exercice, et le recours à la perte de chance donne souvent lieu à une évaluation forfaitaire, sans autre motivation, et cela d'autant que l'évaluation du préjudice, relevant de l'appréciation souveraine des juges du fond, n'est pas contrôlée par la Cour de cassation, qui se contente, en matière de perte de chance, de vérifier que le préjudice réparé est bien inférieur au préjudice final. Cependant, la décision *Sidel* présente, de ce point de vue encore, une singularité. Ce n'est pas tant, en effet, la difficulté de l'exercice qui fait obstacle ici à une évaluation de la perte de chance définie que son impossibilité. Dès lors qu'il ne s'agit pas d'évaluer la probabilité qu'une autre décision déterminée ait été prise, mais d'une atteinte abstraite à la liberté d'arbitrer, on voit mal quel coefficient de probabilité pourrait être retenu pour le calcul et comment l'appréciation du préjudice pourrait être autre que forfaitaire. La solution ne permet pas, en outre, d'individualiser la réparation en fonction des situations très diverses dans lesquelles se trouvent les parties civiles : certaines acquièrent leurs actions avant la diffusion des fausses informations et soit les conservent soit les revendent après la rectification des informations ; d'autres encore n'acquièrent leurs actions qu'après la diffusion des fausses informations et également soit les conservent soit les revendent une fois la rectification effectuée.

b. L'application incohérente de la perte de chance abstraite

30. Contournement de la perte de chance abstraite. L'affaire *Régina Rubens* et l'affaire *Marionnaud* (au civil et au pénal). Les premières décisions adoptées par les juges du fond après l'affaire *Sidel*, mais avant la consécration par la Cour de cassation à travers la jurisprudence *Gaudriot*, font preuve d'incohérence : elles reprennent le nouveau chef de préjudice, mais n'en tirent pas les conséquences en termes d'indemnisation. L'altération abstraite paraît ainsi contournée par le juge pénal ou civil, que ce soit dans l'affaire *Régina Rubens* (i) ou dans l'affaire *Marionnaud* (ii).

i. L'affaire *Régina Rubens*

31. Le chef de préjudice retenu. L'affaire *Régina Rubens*⁴⁵⁰, qui suit de très près l'affaire *Sidel*, était l'occasion pour les juges de la 11^e chambre du tribunal correctionnel de Paris, saisis notamment des délits de présentation ou publication de comptes infidèles et de diffusion d'informations fausses ou trompeuses commis par les dirigeants de la société, de confirmer la nouvelle définition du préjudice subi par les investisseurs. Le tribunal commence ainsi par rappeler sa jurisprudence précédente en indiquant que le préjudice doit être analysé comme une atteinte portée au libre choix de l'actionnaire, qui a acquis des actions alors qu'était diffusée sur le marché une information mensongère sur la société, de sorte que l'actionnaire qui a été privé de la possibilité d'investir ou de désinvestir en connaissance de la situation réelle de la société doit recevoir réparation⁴⁵¹. Mais le tribunal n'en tire pas les conséquences au regard de

⁴⁵⁰ T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 22 janv. 2007, n° 0106896039, *Régina Rubens* : RTDF, 2007, n° 2, p. 123, obs GARRIGUES B. - CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 14 sept. 2007, n° 2007/01477, *Régina Rubens* : Lexbase hebdo, éd. privée gén., 11 oct. 2007, n°276, n° N6240BC4, note LENHOF J.-B. (texte intégral au n° A6174DYC) ; RTDF, 2007, n° 4, p. 145, obs. RONTCHEVSKY N.

⁴⁵¹ La solution est affirmée pour les actionnaires parties civiles ayant acquis leurs actions pendant la période de diffusion des informations mensongères sur le marché, que ces actions aient ensuite été revendues ou conservées. La question de la conservation des titres par un actionnaire les ayant acquis

l'indemnisation, qu'il s'agisse de celle d'un investisseur professionnel ou bien des petits porteurs.

32. L'indemnisation d'un investisseur professionnel. S'agissant d'abord de la société d'investissement, LV Capital, appartenant au groupe LVMH, qui avait acquis un intérêt minoritaire en souscrivant à une augmentation de capital de la holding de contrôle, Régina Rubens Holding dont le principal actif était la société cotée Régina Rubens SA (reprise par la société Montaigne Fashion Group), le tribunal commence par exclure la réparation de la totalité des pertes, au motif que « *les manipulations délictueuses se sont considérablement accélérées après l'exercice clos au 30 juin 1999, (...) date de référence lors de la souscription de LV Capital* ». Autrement dit, pour le tribunal, ce ne sont pas les seuls résultats faussés qui avaient été ici déterminants de la décision d'investir, comme le prétendait l'investisseur lésé, mais la sincérité des comptes pris dans leur globalité, et au sein desquels les manipulations comptables restaient encore d'une ampleur limitée, si bien que les pertes ne pouvaient être indemnisées dans leur totalité.

Le tribunal quantifie ainsi l'impact des fraudes à la date d'acquisition⁴⁵² pour en déduire que, même si la décision d'investir dans Régina Rubens s'inscrivait dans une stratégie de prise de participation dans le secteur du prêt-à-porter, « *l'influence de ces faits délictueux sur la décision de la demanderesse apparaît (...) très importante* ». Il fixe ainsi le montant du préjudice subi par LV Capital à une somme forfaitaire de 1 500 000 euros, sans autre motivation. Il semble donc que, sans le dire, le tribunal a raisonné en termes de perte de chance concrète, en considérant que la fausseté des comptes sociaux présentés, ayant eu une influence « *très importante* » sur la décision de LV Capital, lui avait fait perdre une chance non négligeable de ne pas souscrire à l'augmentation de capital – plus exactement, une chance sur deux, dès lors que les prétentions de l'investisseur s'élevaient à trois millions d'euros⁴⁵³.

Sans surprise, la cour d'appel vient infirmer la décision de première instance au regard de la nature du préjudice, en considérant que celui-ci doit être analysé « *en une perte de chance [pour la société LV Capital] d'investir les sommes litigieuses dans un placement plus judicieux, et de renoncer plus rapidement à celui réalisé* ». Elle limite par ailleurs l'évaluation de cette perte de chance à 10 % des sommes investies, soit 300 000 euros, en tenant compte notamment « *de ce que l'impact des manipulations comptables était relativement faible au moment de l'acquisition* », celles-ci s'étant accélérées ensuite au deuxième semestre 1999 et au cours de l'année 2000, et de ce que « *même si elle avait alors eu connaissance de la situation véritable de Régina Rubens SA, LV Capital n'aurait pu aisément céder sa participation dans Régina Rubens Holding, les facteurs qui l'avaient conduit à investir n'étant pas exclusivement des éléments d'ordre comptable* ». Finalement, la cour applique, elle aussi, la théorie de la perte de chance de façon classique - il ne s'agit pas de la perte de chance abstraite de ne pas avoir été en mesure d'effectuer des arbitrages éclairés, mais d'une perte de chance concrète, celle de ne pas avoir acheté les titres Régina Rubens et de ne pas avoir cédé plus tôt ceux qui avaient été acquis – et se livre bien à un calcul probabiliste, en estimant que LV Capital aurait eu environ une

avant la diffusion des fausses informations n'est pas abordée, aucune partie civile ne semblant se trouver dans cette situation.

⁴⁵² Le tribunal a pris en compte le montant des fraudes dans les comptes semestriels au 30 juin 1999, utilisés par LV Capital pour calculer le prix de souscription, soit 4,2 millions de francs, et l'a comparé au chiffre d'affaires total de 1998, de 46 millions de francs.

⁴⁵³ *Contra* CLERC Ch., art. préc., n° 34, estimant que c'est sans doute le même raisonnement que celui suivi dans l'affaire *Eurodirect Marketing* qui a guidé le tribunal s'agissant de l'indemnisation de LV Capital.

chance sur dix de ne pas acheter les titres ou bien de les céder plus tôt si elle avait eu connaissance de la situation réelle.

33. L'indemnisation des petits porteurs. S'agissant des petits porteurs, les juges du fond ont opéré une distinction selon la date d'acquisition des actions pour appliquer deux modalités d'indemnisation différentes. Ceux qui avaient acquis leurs titres « *au début du processus délictueux* », soit avant le 31 mars 2000, au vu de comptes faisant apparaître des irrégularités limitées (c'est-à-dire des bilans clos au 31 décembre 1998 et au 30 juin 1999), ont vu leur préjudice réparé à hauteur de la moitié du prix d'acquisition des actions, le tribunal précisant que « *sans ces éléments frauduleux les actionnaires n'auraient pas acquis les titres au même prix au début du processus délictueux* ». Les juges du fond ont ainsi pris en compte, pour cette catégorie d'actionnaires, l'altération du cours de bourse subie *ex ante*, reprenant le raisonnement développé dans l'affaire *Société générale de fonderie* : ils ont évalué grossièrement cet impact à la moitié du prix d'acquisition, sans autre motivation. Ceux qui avaient acheté leurs actions « *en plein cœur des fraudes* », c'est-à-dire après le 31 mars 2000, se sont vu attribuer, quant à eux, une indemnisation supérieure, égale à la totalité des pertes subies, soit la différence entre le prix d'achat et la valeur de l'action à la date du jugement, « *compte tenu de l'effondrement boursier consécutif aux révélations* ». Les juges parisiens semblent donc avoir implicitement posé une présomption de causalité entre information et décision d'investissement, et considéré les fausses informations, étant donné l'ampleur des manipulations comptables alors effectuées, comme nécessairement déterminantes des acquisitions réalisées.

i. L'affaire Marionnaud

34. L'affaire Marionnaud au pénal et au civil. Dans l'affaire *Marionnaud*, dans laquelle les actionnaires ont été indemnisés à la fois au pénal et au civil, le juge tant répressif que civil a fait preuve à nouveau d'une incohérence - ou au moins d'une ambiguïté - entre le chef de préjudice retenu et l'indemnisation pratiquée.

35. L'affaire Marionnaud au pénal. Ambiguïté de la solution. Dans l'affaire *Marionnaud* au pénal⁴⁵⁴, le juge répressif a condamné le président-directeur général et le directeur général délégué de la société à indemniser 32 investisseurs du chef notamment de diffusion d'informations fausses ou trompeuses dans le public. Le tribunal précise d'abord qu'« *il est constant que l'établissement de comptes annuels ne donnant pas une image fidèle de la situation financière d'une société est de nature à fausser l'analyse que peut effectuer un investisseur sur la valeur réelle de cette société* ». Le chef de préjudice que le tribunal entend indemniser est donc proche, quoique formulé sans référence expresse à la notion de perte de chance, de celui retenu dans l'affaire *Sidel* puisqu'il s'agit de manière générale d'une atteinte à la faculté d'arbitrer ses investissements en connaissance de cause. Le tribunal ajoute ensuite, comme dans l'affaire *Sidel*, qu'il « *prendra en considération le fait que l'investissement en bourse présente en soi un caractère spéculatif et donc un risque pour l'actionnaire qui doit assumer les choix qu'il prend dans la mesure où ceux-ci ne sont pas faussés* », pour limiter l'indemnisation à intervenir à la somme de 2 euros par action, soit 10 % du dernier cours du titre Marionnaud avant la suspension des cotations. La solution adoptée paraît, par conséquent, ambiguë. On a du mal à savoir si les juges ont pris en compte l'altération abstraite de décision par la fausse information et procédé, de manière cohérente avec le chef de préjudice posé, à une réparation

⁴⁵⁴ T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 9 juill. 2008, n° 0502492024, *Marionnaud Parfumeries*, inédit - CA Paris, Pôle 5 12^e ch., 27 mai 2009, n° 2008/08267, *Marionnaud Parfumeries*, inédit.

forfaitaire (en s'appuyant simplement sur un pourcentage du dernier cours de bourse), ou bien s'ils ont en fait appliqué, en contradiction avec le chef de préjudice posé, une analyse fondée sur l'altération du cours de bourse exercée *ex ante* par la fausse information, en affectant à ladite fausse information une valeur proportionnelle de 10 % du cours. La motivation, assez lapidaire, ne permet pas de trancher sur ce point. Elle reste, plus généralement, particulièrement sommaire : aucune explication n'est donnée sur les raisons ayant conduit le tribunal à retenir le pourcentage de 10 % du dernier cours de bourse ; aucune distinction n'est faite entre l'achat, la vente et la conservation (ces différentes décisions d'investissement n'étant même pas visées) ; pas plus que n'est expressément précisée la période de diffusion de l'information litigieuse au cours de laquelle les décisions d'investissement auraient dû avoir lieu pour ouvrir droit à indemnisation⁴⁵⁵.

36. L'affaire Marionnaud au civil. Contradiction entre le chef de préjudice retenu et l'indemnisation pratiquée. Comme nous l'avons vu⁴⁵⁶, le tribunal de commerce de Créteil dans sa décision du 19 janvier 2010 relative à l'affaire *Marionnaud*⁴⁵⁷, a repris, tout en le précisant, le chef de préjudice dégagé par la jurisprudence *Sidel*, en estimant que la faute commise par la société « *était de nature à priver les détenteurs de titres MARIONNAUD d'une chance de pouvoir arbitrer, à meilleur escient, leurs choix entre l'achat, la conservation ou la vente de titres* », et que le préjudice consiste en « *une perte de chance pour les actionnaires d'effectuer les arbitrages éclairés conformes à leur intérêt, ayant été privés de la possibilité d'arbitrer leurs actifs à bon escient* ». Le tribunal a approfondi, en outre, l'analyse de cette perte de chance en la définissant « *comme la différence entre un environnement d'informations fiables par rapport à un environnement d'informations trompeuses* ». Il a ajouté enfin, de manière devenue classique, que le préjudice ne pouvait « *se confondre avec le montant de pertes subies lors de la revente de titres, en raison de l'aléa propre à tout investissement boursier* ». Toutefois, le tribunal n'a tiré ensuite en termes d'évaluation aucune conséquence de la définition du préjudice qu'il a posée : il n'a pas procédé à une évaluation forfaitaire d'une perte de chance abstraite d'arbitrer en connaissance de cause, mais s'est livré à une appréciation *ex post* de l'altération du cours de bourse par la fausse information.

2. La consécration par la Cour de cassation

37. La consécration de l'altération abstraite de la décision par la Haute juridiction. L'analyse fondée sur l'altération abstraite de la décision a été consacrée par la Haute juridiction d'abord dans l'affaire *Gaudriot* (a), puis dans l'affaire *Marionnaud* (b).

a. L'affaire *Gaudriot*

38. Devant les juges du fond. Dans l'affaire *Gaudriot*, les dirigeants avaient, par des manœuvres délibérées, donné une image tronquée de la société et faussé l'opinion du public en

⁴⁵⁵ Le tribunal se contente d'indiquer : « *pour ces motifs, le Tribunal a retenu une indemnité à hauteur de 2 euros par action pour le montant du préjudice subi par les parties civiles. Ce chiffre correspond, compte tenu des circonstances et par application du principe de la réparation du dommage causé par l'infraction à 10 % du dernier cours de MARIONNAUD SA. La recevabilité des parties civiles est appréciée en fonction des pièces qu'elles ont produites, en particulier sur la preuve de la détention des titres Marionnaud au moment des faits* ».

⁴⁵⁶ Cf. *supra*.

⁴⁵⁷ T. com. Créteil, 2^e ch., 19 janv. 2010, n° 2005F00978, Marionnaud Parfumeries, préc.

publiant des comptes ne donnant pas une image fidèle des résultats de l'entreprise faute d'avoir mis en place les outils de gestion fiables rendus nécessaires par un changement de méthode comptable et en diffusant des communiqués de presse très optimistes (omettant de rappeler les réserves émises par les commissaires aux comptes relativement à l'absence desdits outils de gestion, réserves qui n'avaient été rendues publiques que dans des supports de moindre diffusion). La société ayant été placée en redressement judiciaire, 160 investisseurs ayant acquis leurs actions pendant la période de fausse information avaient sollicité une indemnisation, en faisant valoir qu'ils avaient été incités à acquérir ou à conserver leurs actions en raison des fausses informations.

En première instance⁴⁵⁸, le tribunal de grande instance de Guéret avait, tout en semblant retenir un préjudice d'altération abstraite de la décision (« *les associés, trompés par des communiqués annonçant de substantiels bénéfices, puis dissimulant soigneusement la situation réelle de la société, ont perdu une chance d'investir ailleurs leurs économies* »), fait droit à l'ensemble des demandes et indemnisé la totalité des pertes subies par les investisseurs⁴⁵⁹. Cette évaluation du préjudice semblait non seulement en contradiction avec la perte de chance abstraite apparemment retenue, laquelle semble commander une réparation forfaitaire, mais aussi plus généralement, avec la théorie de la perte de chance qui exige que la réparation accordée soit inférieure au montant du préjudice final.

Pour sauver l'indemnisation accordée en première instance, la cour d'appel de Limoges⁴⁶⁰ vient ainsi modifier la nature du préjudice : « *attendu par ailleurs, sur le préjudice, que si c'est improprement que le premier juge a considéré que le préjudice s'analysait en une perte de chance d'investir ailleurs leurs économies, alors qu'il est en réalité, comme rappelé précédemment, au minimum de l'investissement réalisé ensuite des informations tronquées portées à la connaissance des actionnaires, sa décision mérite cependant confirmation sur le montant des sommes allouées à titre de dommages et intérêts ; que le premier juge a en effet fait droit aux demandes qui lui étaient présentées, lesquelles correspondent, pour chacun des actionnaires, à l'investissement par lui réalisé* ». Autrement dit, la cour d'appel retient un préjudice d'altération concrète déterminante, en posant implicitement une présomption de causalité entre information et décision d'acquisition ou de conservation, ce qui justifie une indemnisation égale au minimum à l'investissement réalisé sur la base des fausses informations, comme l'avaient décidé déjà les premiers juges, mais pour des motifs erronés.

39. La censure opérée par la Cour de cassation. La chambre commerciale de la Cour de cassation vient censurer l'analyse de la cour d'appel sur la nature du préjudice : « *attendu que celui qui acquiert ou conserve des titres émis par voie d'offre au public au vu d'informations inexactes, imprécises ou trompeuses sur la situation d'une société émettrice perd seulement une chance d'investir ses capitaux dans un autre placement ou de renoncer à celui déjà réalisé ; attendu que l'arrêt retient que le préjudice des actionnaires ne s'analyse pas en la perte de chance d'investir ailleurs leurs économies dès lors qu'il est, en réalité, au minimum de l'investissement réalisé ensuite des informations tronquées portées à leur connaissance ; attendu qu'en statuant ainsi, la cour d'appel a violé le texte susvisé* »⁴⁶¹.

⁴⁵⁸ TGI Guéret, statuant en matière commerciale, 20 févr. 2007, n° 06/00052, Gaudriot, inédit.

⁴⁵⁹ Le tribunal a accordé aux 160 actionnaires demandeurs un montant de dommages-intérêts d'environ 1 400 000 euros.

⁴⁶⁰ CA Limoges, ch. civ. 1^{re} sect., 6 oct. 2008, n° 07/00286, Gaudriot.

⁴⁶¹ Cass. com. 9 mars 2010, n° 08-21.547 et 08-21.793, Gaudriot, Bull. civ. IV, n° 48.

La Cour de cassation affirme ainsi solennellement, dans un arrêt de principe, sa volonté d'unifier l'analyse, opérée par les juridictions du fond, du préjudice subi par l'investisseur qui acquiert ou conserve des titres cotés en bourse alors que des informations mensongères sont diffusées sur la société émettrice : il ne peut s'agir que d'une perte de chance d'investir ses capitaux dans un autre placement ou de renoncer à celui déjà réalisé. Elle semble donc consacrer l'altération abstraite de la décision par la fausse information, dès lors que la première branche de l'alternative - consistant à « *investir ses capitaux dans un autre placement* » - ne vise pas une décision d'investissement précisément définie et que, plus généralement, la détermination d'une telle perte de chance dans un contentieux de masse serait illusoire⁴⁶². Seule concession faite à la théorie classique de la perte de chance : la Cour de cassation indique que le préjudice réparé doit être inférieur au préjudice final. Mais il s'agit sans doute plus d'une volonté de limiter le préjudice, par nature forfaitaire et donc potentiellement indéfini, aux pertes réalisées, que d'exiger une application stricte de la théorie de la perte de chance.

Si elle a été généralement approuvée par la doctrine⁴⁶³, cette décision a également été critiquée en ce qu'elle apparaît restrictive, simpliste et arbitraire⁴⁶⁴. En effet, par la généralité de la solution retenue, elle écarte la possibilité de réparer d'autres types de préjudice, et en raison de son abstraction, conduit à une indemnisation arbitraire, en contradiction avec le principe de réparation intégrale. Validant la méthode déjà retenue par les juges du fond, la Haute juridiction a ainsi eu pour objectif d'assurer une responsabilité civile effective sur le marché boursier au regard de sa fonction réparatrice, mais, sans doute, également dissuasive, la réparation de ce préjudice présumé et évalué forfaitairement pouvant également être vue comme une peine privée.

b. L'affaire *Marionnaud*

40. Les prétentions ambiguës de l'investisseur. L'affaire *Marionnaud* a connu un nouvel épisode dans son volet civil (autre que celui précédemment évoqué). En l'espèce, un investisseur institutionnel, une société d'assurance dénommée AFI ESCA, avait acquis 8 592 actions Marionnaud entre 2003 et 2004, c'est-à-dire pendant la période d'information

⁴⁶² On pourrait notamment penser qu'en posant cette règle, la Cour de cassation considère que la détermination des autres placements dans lesquels la victime aurait pu investir relève des juges du fond. Toutefois, une telle détermination, déjà fort délicate pour un investisseur particulier, est impossible dans un contentieux de masse, ce que la Haute juridiction ne peut ignorer. Il semble plutôt qu'elle valide la pratique de la perte de chance abstraite. Cf. *infra*, sur l'analyse renouvelée de cette jurisprudence.

⁴⁶³ V. approuvant cette décision LE CANNU P. et DONDERO B., note sous Cass. com 9 mars 2010, RTD com., 2010, p. 374 ; ROMANI A.-M., note sous Cass. com. 9 mars 2010, LPA, 19 nov. 2010, n° 231, p. 9 ; SCHILLER S., *L'indemnisation du préjudice de l'actionnaire en cas de diffusion d'une information erronée*, Dr. sociétés, 2009, étude n° 12, p. 6 ; RONTCHEVSKY N., note sous Cass. com. 9 mars 2010, Bull. Joly Bourse, 2010, n° 4, p. 316, § 41.

⁴⁶⁴ SPITZ N., note sous Cass. com. 9 mars 2010, RTDF, 2010, n° 2, p. 60, spéc. n° 27 et s.. V., aussi, rapport du Club des juristes, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, nov. 2014, préc., p. 18 à 52, critiquant sévèrement la jurisprudence de la Cour de cassation, en ce qu'elle utilise la notion de perte de chance de manière théoriquement erronée, afin d'aboutir à une réparation collective, forfaitaire et arbitraire, en contradiction avec le principe de réparation intégrale et sans rapport avec les véritables préjudices subis, et afin d'exercer, sous couvert de réparation, une fonction punitive sur les émetteurs alors que celle-ci doit relever du seul droit répressif administratif et pénal. Le rapport ajoute que la théorie de la perte de chance ne peut être utilisée, à bon escient, qu'en cas d'opportunité spécifique d'investissement alternatif plus lucratif. V., sur ce rapport, KLEIN J., *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées. Pour une meilleure appréhension du préjudice subi par les victimes*, JCP G, 13 avr. 2015, n° 15, p. 738.

défectueuse. Elle sollicitait ainsi auprès de la société Marionnaud réparation de son préjudice, consistant à avoir réalisé des arbitrages en méconnaissance de la situation financière et économique réelle de la société et donc à avoir perdu une chance d'arbitrer judicieusement entre l'achat, la vente ou la conservation des titres en cause. Ayant vendu la totalité de ses actions à la suite de la rectification informationnelle opérée par la société, elle évaluait, plus précisément, son préjudice à hauteur de 30 % du prix moyen d'achat desdites actions, soit environ 70 363 euros, compte tenu de la chute du cours dans cette proportion au lendemain de l'annonce publique de la situation réelle de la société ; elle retenait, à titre subsidiaire, la décote provoquée par cette annonce et égale à la différence entre le cours de 21,97 euros au jour de la suspension de la cotation et celui de 14,95 euros lors de la reprise du cours de bourse, soit 7,02 euros, d'où un préjudice total qu'elle chiffrait à environ 58 769 euros. Les prétentions avancées par la société d'assurance ne manquaient pas, en vérité, de susciter une certaine perplexité. En effet, d'un côté, elle prenait bien soin de formuler le préjudice allégué comme un préjudice d'altération abstraite de sa décision, l'ayant privée d'arbitrer ses investissements (d'achat, de vente ou de conservation) en connaissance de cause. De l'autre, elle sollicitait de fait la réparation d'une sorte de préjudice d'altération du cours *ex post*, en se fondant soit sur la méthode de la valeur proportionnelle, soit à titre subsidiaire sur celle de la valeur fixe⁴⁶⁵, puisqu'elle considérait que la surévaluation du cours avait été, tout au long de la période de fausse information, soit d'un pourcentage de 30 %, soit d'une valeur fixe d'environ 7 euros.

41. La décision des juges du fond : l'application stricte de l'altération abstraite de la décision. Si le tribunal de commerce de Paris avait, par une décision du 1^{er} avril 2011, déclaré l'action irrecevable pour défaut d'intérêt à agir, la cour d'appel de Paris accepte, pour sa part, le principe de l'indemnisation mais en s'inscrivant dans la droite ligne de la jurisprudence *Gaudriot*⁴⁶⁶. D'une part, elle balaie sèchement l'argument soulevé, non sans une certaine finesse, par la société Marionnaud, et qui tenait à l'absence de lien de causalité direct et certain entre la faute retenue et le préjudice allégué, le demandeur ne démontrant pas en quoi les informations inexactes avaient eu une influence sur sa décision d'acheter ou de conserver les titres, et ce d'autant plus que les achats avaient eu lieu au moment où le cours chutait. La cour d'appel lui réplique en effet de manière lapidaire que « *la société AFI ESCA a, de manière certaine, été privée de la possibilité d'effectuer des décisions d'investissement en connaissance de cause, et des arbitrages éclairés, en particulier en renonçant aux placements déjà réalisés* », peu important que les acquisitions avaient été effectuées alors que le cours chutait. Autrement dit, l'exigence de causalité ne s'impose plus lorsque l'on retient un préjudice d'altération abstraite de la décision. D'autre part, la cour d'appel refuse de faire droit à la demande d'indemnisation de l'investisseur de la totalité de ses pertes et limite, de manière désormais classique, la réparation à un montant qu'elle évalue forfaitairement à 30 000 euros pour tenir compte de l'aléa que comportent les opérations d'investissement en boursier⁴⁶⁷.

42. La réitération de la solution de l'altération abstraite de la décision par la Cour de cassation. Dans son pourvoi, Marionnaud fait notamment valoir qu'en l'absence de présomption de causalité, la diffusion d'informations fausses ne peut justifier la condamnation

⁴⁶⁵ Cf. *supra*.

⁴⁶⁶ CA Paris, pôle 5 ch. 7, 19 mars 2013, n° 2011/06831, Société AFI ESCA c/ Société Marionnaud parfumeries et autres, JurisData n° 2013-004744 : JCP E, n° 22, 30 mai 2013, 1315, note critique MARTIN D.

⁴⁶⁷ La référence à l'aléa boursier confirme le caractère abstrait de la perte de chance. En effet, si la cour d'appel retenait une véritable perte de chance, l'indemnisation serait naturellement inférieure aux pertes réalisées en application de la théorie classique de la perte de chance, sans qu'il soit besoin de faire appel à l'aléa boursier. En vérité, la référence à l'aléa boursier sert à limiter le préjudice, indemnisé forfaitairement. V., sur ce point, les fines explications de MARTIN D., note préc.

de la société émettrice que si le caractère déterminant desdites informations sur les décisions d'investissement litigieuses est démontré. Mais le moyen ne porte pas. La chambre commerciale de la Cour de cassation s'en tient, dans une décision rendue en date du 6 mai 2014, au préjudice d'altération abstraite de la décision : *« mais attendu qu'ayant relevé que la société avait diffusé entre avril 2002 et décembre 2004 des communiqués mensongers de nature à gonfler artificiellement le cours de bourse et à inciter les actionnaires à acheter des titres à un cours supérieur à sa valeur réelle, ou à les conserver, et retenu que la société Esca avait été, de manière certaine, privée de la possibilité de prendre des décisions d'investissement en connaissance de cause et de procéder à des arbitrages éclairés, en particulier en renonçant aux placements déjà réalisés, la cour d'appel (...) a caractérisé le lien de causalité entre les fautes commises par la société et le préjudice, s'analysant en une perte de chance, subi par la société Esca »*⁴⁶⁸. La Cour de cassation réaffirme ainsi le principe de l'altération abstraite de la décision qu'elle avait déjà énoncé avec solennité dans l'arrêt *Gaudriot* quatre ans auparavant.

3. L'approfondissement par les juges du fond (affaire *Vivendi* au pénal)

43. La décision *Vivendi* au pénal de 2011. Les perfectionnements apportés. Dans l'affaire *Vivendi*⁴⁶⁹, la 11^e chambre du tribunal correctionnel de Paris reprend en 2011, le chef de préjudice qu'elle avait dégagé à l'occasion de l'affaire *Sidel* : *« s'agissant des faits d'informations fausses ou trompeuses, la diffusion de telles informations, qui ont donné une image trompeuse de la dette du groupe et des possibilités qu'il avait de la résorber, ont entraîné chez les parties civiles une perte de chance d'effectuer des arbitrages plus judicieux que l'achat ou la conservation du titre Vivendi Universal »*. En matière d'évaluation du préjudice, le tribunal fixe, exactement comme dans l'affaire *Sidel*, l'indemnisation à intervenir à la somme forfaitaire de 10 euros par action, *« compte tenu de l'évolution du titre au cours de la période visée par la prévention, passé de 74 euros au 11 décembre 2000 à environ 21 euros fin juin 2002, (...) de l'aléa inhérent à toute opération boursière et du nombre limité de communications en cause »*.

La décision apporte, toutefois, des perfectionnements à l'altération abstraite de la décision⁴⁷⁰. D'abord, du point de vue de la généralité des décisions d'investissement envisagées. Les juges

⁴⁶⁸ Cass. com. 6 mai 2014, n° 13-17632 et 13-18473, Société Marionnaud parfumeries et autres c/ Société AFI ESCA, JurisData n° 2014-009959 : Bull. Joly Bourse, juill. 2014, n° 7-8, p. 340, note GAUDEMET A. ; RDBF, 2014, comm. 156, note PAILLER P. ; RTD com., 2014, p. 829, obs. RONTCHEVSKY N. ; Rev. sociétés, 2014, p. 579, note DEZEUZE É. et TRÈVES J. ; Bull. Joly Sociétés, 2014, p. 449, note TORCK S. L'on notera que la décision est toutefois cassée sur un autre motif.

⁴⁶⁹ T. corr. Paris, 11^e ch., 21 janv. 2011, Vivendi Universal, inédit : Bull. Joly Sociétés, n° 3, p. 210, note BARBIÉRI J.-F. ; Bull. Joly Bourse, n° 4, p. 123, note LASSERRE CAPDEVILLE J.

⁴⁷⁰ Précisons toutefois que cette décision a été infirmée par la cour d'appel de Paris en 2014 s'agissant des condamnations du chef de diffusion d'informations fausses et trompeuses (pour défaut d'élément matériel et/ou intentionnel) (CA Paris, pôle 5 ch. 12, 19 mai 2014, n° 11/03728, Vivendi Universal : RSC, 2015, p. 345, note STASIAK F). La censure a également été opérée par la cour d'appel sur les intérêts civils. au regard pour l'essentiel de l'absence de faute civile mais aussi de la causalité : *« à ce titre la cour relève que les parties (...) ont sollicité la condamnation solidaire de l'ensemble des prévenus au paiement en principal d'une somme en réparation de leur préjudice financier sans rapporter le moindre commencement de preuve de l'existence d'un lien de causalité entre la faute commise par chacun d'eux en relation avec les faits qui leurs sont personnellement reprochés à la prévention et le préjudice global allégué »* (p. 157). L'arrêt d'appel a par ailleurs été confirmé par la Cour de cassation (Cass. crim. 20 avr. 2017, n° 14-84.562, FS-P+B, arrêt par lequel la chambre criminelle rejette par ailleurs toute autorité de la chose jugée à l'administratif).

font référence à toutes les décisions d'investissement envisageables, non seulement l'achat et la conservation, comme c'est traditionnellement le cas en matière d'information faussement positive, mais également la vente, alors que celle-ci n'a pas été visée dans la définition du préjudice, et lui réservent un traitement identique à l'achat et à la conservation. Chacune de ces trois décisions d'investissement donne lieu, en effet, à l'indemnisation forfaitaire prévue, à condition d'avoir été réalisée pendant la période de fausse information : *« le tribunal estime que la communication du 24 avril 2002 a pu poursuivre ses effets jusqu'au 1^{er} juillet 2002 s'agissant des arbitrages à effectuer par les actionnaires ; (...) le tribunal (...) déclarera irrecevable, au motif de la non-démonstration du lien direct entre l'infraction et le préjudice, toute constitution de partie civile d'actionnaire ne justifiant pas avoir acquis, conservé ou cédé des actions Vivendi Universal pendant la période située entre le 11 décembre 2000 et le 1^{er} juillet 2002 »*.

Cette solution apparaît surprenante puisque les actionnaires qui ont vendu leurs titres, alors que des informations exagérément optimistes étaient communiquées au marché, ont *a priori* plutôt fait une bonne affaire en cédant les titres à un cours surévalué. Elle ne se comprend qu'au regard du caractère abstrait de l'altération de la décision. Perfectionnement ensuite, quant à la présomption de causalité en lien avec la période de fausse information, dès lors que les juges font un effort remarquable pour délimiter précisément cette période⁴⁷¹. Toute décision d'investissement doit avoir été concrétisée pendant cette période pour que soit reconnu un lien de causalité suffisant entre l'infraction et le préjudice : *« le tribunal estime que la communication du 24 avril 2002 a pu poursuivre ses effets jusqu'au 1^{er} juillet 2002 s'agissant des arbitrages à effectuer par les actionnaires ; (...) le tribunal (...) déclarera irrecevable, au motif de la non-démonstration du lien direct entre l'infraction et le préjudice, toute constitution de partie civile d'actionnaire ne justifiant pas avoir acquis, conservé ou cédé des actions Vivendi Universal pendant la période située entre le 11 décembre 2000 et le 1^{er} juillet 2002 »*.

Si le tribunal fixe précisément la période de fausse information pour délimiter le cercle des investisseurs admis à se constituer parties civiles, il en résulte aussi en pratique une présomption fort difficile à renverser pour l'émetteur en vertu de laquelle tout actionnaire ayant acquis, conservé ou cédé pendant cette période sera présumé avoir subi un préjudice découlant directement de l'infraction – en revanche, en dehors de cette présomption de causalité, aucune preuve d'un lien causal entre l'infraction et une autre décision d'investissement ne peut être apportée. Perfectionnement enfin, quant à la nature du préjudice. Le tribunal répond aux demandeurs qui sollicitent, outre la réparation d'un préjudice financier, la réparation d'un préjudice moral, que ces deux chefs de préjudice se confondent : *« les parties civiles (...) demandent au Tribunal de condamner les prévenus à leur payer, outre un préjudice financier (...), la somme de 3750 euros chacune au titre de leur préjudice moral compensant notamment la trahison de leur confiance ; que cette trahison de confiance se confondant avec le caractère trompeur des informations en cause, il y a lieu de débouter les parties civiles de ce chef »* ; *« le préjudice moral (...) ne se distingue pas en l'espèce du préjudice financier »* ; *« le tribunal considère que les souffrances endurées suite à la moins-value subie (...) se confondent avec le préjudice financier »*. Finalement, la perte de chance abstraite n'apparaît plus que comme un préjudice moral.

44. Bilan sur la perte de chance abstraite. A l'examen, la perte de chance abstraite n'a été qu'assez peu ou souvent qu'imparfaitement appliquée par les juges du fond, lesquels s'en

⁴⁷¹ Ce qui ne ressortait pas aussi clairement des décisions précédentes, à l'exception de l'affaire Sedri (cf. *supra*).

sont souvent tenus à une appréciation plus casuistique. Plus encore, ces dernières années, on a vu les juges du fond se tourner vers un autre type de perte de chance.

B. La perte de chance concrète non individualisée

45. Nouveau type de «perte de chance» : la «perte de chance concrète non individualisée». Malgré le caractère assez casuistique de l'indemnisation, les juges du fond ont généralement respecté, au moins formellement, le principe de la perte de chance posé par la Cour de cassation. On remarquera cependant que dans l'affaire *Vivendi*, toujours à propos de la communication financière du début des années 2000 lors de l'explosion de la bulle internet, le tribunal de commerce à Paris a rejeté par plusieurs jugements rendus le 7 juillet 2021 les demandes formées à hauteur de 1,5 milliard d'euros par une centaine d'investisseurs institutionnels étrangers exclus des actions collectives menées aux Etats-Unis, et qui sollicitaient la réparation soit d'une perte de chance forfaitairement, soit d'une différence de cours. Le tribunal a considéré que n'était pas apportée la preuve de la faute, ni même à titre subsidiaire celle du lien de causalité et du préjudice⁴⁷². Ce faisant, la juridiction consulaire a implicitement écarté le principe de la perte de chance posé par la Cour de cassation, dans la mesure où pour l'essentiel ce principe dispense l'investisseur de démontrer la causalité et le préjudice. Toutefois, une telle position est restée isolée⁴⁷³. De manière plus générale, les juges du fond, soucieux de respecter le principe imposé par la Cour de cassation, ont adopté un nouveau type de perte de chance : une perte de chance pouvant être considérée comme concrète car s'exerçant par rapport à une décision d'investissement définie (en général, la perte de chance de conserver ou de ne pas vendre, ou bien parfois la perte de chance de ne pas acheter, voire de ne pas investir ailleurs), mais appréciée collectivement, et donc de manière non individualisée.

46. Nouveau regard sur les jurisprudences *Gaudriot* et *Marionnaud*. Cette nouvelle orientation jurisprudentielle amène sans doute à porter un regard quelque peu différent sur les jurisprudences *Gaudriot* et *Marionnaud* de la Cour de cassation. En effet, ces décisions ont généralement été analysées en leur temps, en particulier à la lumière de l'affaire *Sidel*, comme consacrant le principe de la perte de chance abstraite, et cela sans doute pour deux raisons principales⁴⁷⁴ : d'une part, d'un point de vue littéral, au regard de la formulation très générale de l'atteinte portée à la décision de l'investisseur ; d'autre part, d'un point de vue pratique, parce qu'on a considéré que dans des contentieux de masse, la perte de chance consacrée ne pouvait finalement qu'être abstraite. La jurisprudence récente a cependant montré qu'une perte de chance «concrète» (c'est-à-dire s'exerçant par rapport à une décision d'investissement définie) pouvait être utilisée dans un contentieux de masse, dès lors toutefois qu'elle n'était pas individualisée. Et à bien y regarder, les jurisprudences *Gaudriot* et *Marionnaud* peuvent aussi viser une perte de chance de ce type⁴⁷⁵, si bien qu'on peut désormais

⁴⁷² T. com. Paris, 7 juill. 2021, n^{os} 2011027112, 2012033467, 2012029636, 2012056220 et 2012028100 : DEXANT-DE-BAILLIENCOURT O., Dr. sociétés 2021, p. 21. Adde CONAC P.-H., Plaidoyer pour une évolution du régime de la réparation du préjudice boursier, Rev. sociétés 2022. 270.

⁴⁷³ L'affaire ne connaîtra pas de suite, car le 1^{er} juillet 2024, Vivendi a annoncé la conclusion d'un accord transactionnel avec l'ensemble des investisseurs institutionnels, par lequel cette société, « sans reconnaître de faute ou une quelconque responsabilité », « met un point final à un litige initié en 2011 qui portait sur des faits remontant à plus de 20 ans » (v. notamment, à ce propos, PROROK J., La transaction Vivendi, le besoin de jurisprudence et la place de l'analyse économique, BJB, nov.-déc. 2024, p. 48).

⁴⁷⁴ Cf. *supra*.

⁴⁷⁵ Il est d'ailleurs notable que dans l'affaire *Gaudriot* elle-même, la cour d'appel de renvoi ait opté pour l'application d'une perte de chance assortie d'une probabilité de 50 % des pertes pour l'ensemble des investisseurs victimes, « en raison du contexte », au titre de la perte de chance « d'investir ses capitaux

considérer que le principe posé par la Haute juridiction n'est finalement que celui de la perte de chance, qu'elle soit abstraite ou concrète, pourvu qu'en pratique elle puisse être appliquée à un grand nombre d'investisseurs victimes. Se pose alors la question de savoir comment faire le départ entre perte de chance abstraite et perte de chance concrète : dans la mesure où la formulation retenue par les juges est loin d'être toujours révélatrice et peut en tout état de cause ne pas correspondre à l'indemnisation réellement pratiquée, il faut sans doute s'attacher à la méthode d'indemnisation. Plus précisément, si la réparation est purement forfaitaire (qu'il s'agisse d'un forfait par titre ou global), on peut sans doute considérer que la perte de chance est réparée abstraitement. En revanche, lorsque les juges retiennent une décision d'investissement définie et l'assortissent d'une probabilité, on peut considérer que la perte de chance est concrète – et cela même si elle n'est pas, à l'instar de la perte de chance abstraite, individualisée, aux fins de répondre aux besoins d'un contentieux de masse.

47. Distinction. Dans la plupart des décisions, la perte de chance concrète non individualisée a été appréciée collectivement pour l'ensemble des investisseurs (1). Mais dans une décision, cette perte de chance a été, plus finement, appréciée par catégorie d'investisseurs (2).

1. Une appréciation collective pour tous les investisseurs

48. Une solution plus ou moins certaine. Trois affaires assez récentes illustrent cette méthode : d'abord, l'affaire *Gespac Systèmes*, dans laquelle le choix du préjudice n'est pas vraiment justifié (a), puis l'affaire *GECI Aviation*, même si l'indemnisation pratiquée ne semble pas relever en réalité de la perte de chance (b) ; et enfin, l'affaire *Natixis*, dans laquelle le choix du préjudice indemnisé est cette fois assumé (c).

a. L'affaire *Gespac Systèmes*

49. Faits. La société *Gespac Systèmes*, admise en novembre 2000 à la cote du second marché de la Bourse de Paris, s'était déclarée en cessation des paiements et avait vu ses actions radiées de la cote en 2004. La même année, sur la base d'une enquête de l'AMF (ayant donné lieu à un rapport communiqué au Parquet en 2006 et à sanction par la commission des sanctions en 2008), des poursuites étaient initiées par 8 actionnaires de la société par une plainte avec constitution de partie civile, pour diffusion de fausses informations et d'autres délits, contre les dirigeants. À la suite d'une instruction, le tribunal a déclaré en 2014 le PDG de *Gespac Systèmes* coupable du délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses (pour avoir fait intégrer dans les comptes publiés des factures non causées ou à établir non justifiées) et le directeur général délégué coupable de complicité de ce délit. Il les a également condamnés solidairement à indemniser les actionnaires : « *au titre de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses, la perte de chance directement liée aux infractions peut faire l'objet d'une indemnisation. En l'espèce, la diffusion d'informations fausses ou trompeuses a fait croire aux actionnaires qu'il y avait des perspectives prometteuses de gains et les analystes financiers vantaient le titre et le recommandaient à l'achat et non à la vente encore très peu de temps avant la liquidation judiciaire. La surprise liée à la suspension soudaine du cours de l'action a donc été brutale. Il est clair que les fausses informations diffusées sont à l'origine directe de la perte de chance qu'auraient pu avoir les actionnaires de vendre leur titre avant et d'investir ailleurs s'ils avaient pu se douter de l'imminence d'une telle déconfiture. L'évaluation de cette*

dans un autre placement ou de renoncer à celui déjà réalisé » (CA Poitiers, 9 avr. 2013, n° 10/03729). Il s'agissait donc d'une « *perte de chance concrète non individualisée* ».

*perte de chance à 90 % des gains manqués paraît adaptée à l'erreur commise par les actionnaires sur la base des fausses informations diffusées et au fait que le titre n'a soudainement plus été vendable, supprimant ainsi toute possibilité pour eux de vendre, même en faisant une moins value »*⁴⁷⁶.

50. Analyse. Ainsi, le tribunal retient un préjudice de perte de chance (de vendre et d'investir ailleurs) et l'assortit d'un pourcentage très élevé de 90 % des gains manqués au regard du caractère soudain de la radiation de cote et de l'impossibilité de vendre (même en réalisant une moins-value). La perte de chance ne semble plus être la perte de chance abstraite, dès lors qu'elle n'est pas envisagée de manière générale, mais plus précisément au regard de la décision de céder et de réaliser un autre investissement, et surtout se voit affecter une probabilité de 90 % à appliquer au préjudice, et non un montant forfaitaire.

Toutefois, si cette perte de chance peut être tenue pour « *concrète* », elle n'est pas « *individualisée* » dès lors qu'elle ne donne lieu à aucune analyse individuelle du préjudice de chaque actionnaire : le tribunal considère que toutes les parties civiles, pourtant au nombre de 31, ont subi la même influence intellectuelle (selon une probabilité égale à 90 %, chacune d'entre elles aurait vendu ses titres et investi ailleurs), ce qui est nécessairement irréaliste. Par ailleurs, le tribunal ne fournit aucune précision sur la nature des gains manqués : il fait droit en réalité aux demandes formulées par les actionnaires. Sans compter qu'il est douteux que, correctement informés de la déconfiture imminente, les actionnaires auraient pu vendre leurs titres pour investir ailleurs, dans la mesure où tout le marché l'aurait également été⁴⁷⁷.

b. L'affaire GECI Aviation

51. Première instance. Perte de chance abstraite. Filiale de la société GECI International, GECI Aviation était une société cotée sur le marché Alternext de New York et Euronext Paris et en charge de la mise en œuvre de programmes de construction d'aéronefs par le biais de ses deux filiales à 100 % (Reims Aviation chargée du programme relatif à l'avion F 406 et Sky Aircraft chargée du programme relatif à l'avion Skylander). A la suite de la suspension de cotation de GECI Aviation à la demande de la société mère en 2012 et à la liquidation judiciaire de ses filiales, GECI Aviation a été elle-même mise en liquidation judiciaire en 2014. Estimant que l'information diffusée par GECI Aviation sur sa situation financière était inexacte, imprécise et trompeuse et qu'elle leur avait causé un préjudice résultant de la perte de chance d'orienter leur investissement de manière plus efficace, certains actionnaires ont engagé à partir de 2016 la responsabilité civile de M. F., président-directeur général (PDG) de GECI Aviation. En date du 2 mars 2020⁴⁷⁸, le tribunal judiciaire de Paris condamne le PDG à indemniser 8 actionnaires au titre de la perte de chance résultant de la diffusion entre 2009 et 2012 d'informations inexacts, imprécises ou trompeuses, relativement au carnet de commandes et à la date de livraison des premiers avions – en substance, plusieurs commandes fermes d'avions avaient été annoncées à travers des communiqués, laissant supposer des perspectives de

⁴⁷⁶ TGI Paris, 11^e ch. corr., 16 sept. 2014, n° 04323096015, Gespac Systèmes, inédit.

⁴⁷⁷ On notera qu'en appel, les parties civiles ont également tenté d'obtenir une indemnisation du préjudice résultant du délit de banqueroute ou de complicité de ce délit, ce qui leur permettait de viser également le président d'Oddo et Cie ainsi que cette société elle-même en tant que civilement responsable (des conventions de portage avaient été conclues entre les deux sociétés). La cour d'appel a toutefois rejeté la demande au motif qu'un tel préjudice n'est qu'indirect pour les actionnaires (CA Paris, ch. 5-13, 11 mai 2016, n° 14/07648, Gespac Systèmes, inédit). La chambre criminelle a confirmé la solution (Cass. crim. 21 mars 2018, n° 16-83.705, Gespac Systèmes, inédit).

⁴⁷⁸ TJ Paris, 2 mars 2020, n° 16/15250.

développement intéressantes, alors même que le dirigeant savait que ces commandes ne correspondaient à aucune réalité. Sur le préjudice, le tribunal livre le raisonnement suivant : *« Les Demandeurs, consécutivement aux fautes retenues, peuvent prétendre, non pas à la différence entre le prix de vente et le prix qu'ils auraient obtenu en l'absence d'information erronée, mais à l'indemnisation du préjudice résultant de la perte d'une chance de prendre une décision sur la base d'informations exactes. Ainsi, le préjudice subi par les actionnaires consiste en la conservation de l'action aux perspectives prometteuses surévaluées. D'une règle de jurisprudence constante, il résulte que la réparation d'une perte de chance doit être mesurée à la chance perdue et ne peut être égale à l'avantage qu'aurait procuré cette chance si elle était réalisée (Cass. 2e civ., 9 avr. 2009). En matière de diffusion d'informations inexactes, imprécises ou trompeuses, l'indemnisation forfaitaire est de règle (CA Paris, 9e ch. sect. B, 31 octobre 2008). En l'espèce, il apparaît que, lors de l'acquisition par les Demandeurs de leurs actions, ces dernières avaient une valeur d'acquisition allant de 0,82 euros à 1,15 euros l'action. Les pièces contradictoirement débattues indiquent que lors de la reprise de la cotation le 11 mars 2016, l'action valait 0,42 euros, et qu'au début de l'année 2018, elle valait 0,25 euros. Ces éléments et la nature des manquements retenus conduiront à fixer une valeur de 0,25 euro l'action (...) »*.

Autrement dit, le tribunal rejette expressément le préjudice d'altération du cours et adopte la méthode de la perte de chance abstraite. En effet, il retient la perte de chance pour les actionnaires d'avoir pu prendre une décision sur la base d'informations exactes (au regard, d'ailleurs, de la seule l'hypothèse de conservation des actions⁴⁷⁹), et en rappelant que *« l'indemnisation forfaitaire est de règle »* (en rappelant la jurisprudence *Sidel*). S'agissant du *quantum*, le tribunal retient, sans donner vraiment donner d'explication (hormis la référence aux cours et à *« la nature des manquements retenus »*), le cours de l'action au début de l'année 2018, soit 0,25 euro par action.

52. Appel. Le PDG interjette appel, en faisant valoir que les intimés n'établissent pas de faute, ni de préjudice, ni de lien de causalité, et qu'ils n'établissent pas non plus qu'ils auraient acquis ou conservé leurs actions au vu des communications litigieuses, ni qu'ils ont été privés de l'opportunité de mieux investir leur argent. Il fait valoir à titre subsidiaire que les montants octroyés sont excessifs s'agissant de l'indemnisation d'une perte de chance et sollicite une diminution à de plus justes montants. Les actionnaires demandent au contraire l'indemnisation de la totalité de leurs pertes, en arguant qu'ils n'avaient pas pu revendre leurs actions faute de reprise de la cotation.

Après avoir constaté l'existence de la faute, la cour⁴⁸⁰ commence par préciser que le préjudice tient en une perte de chance : *« La diffusion de fausses informations sur le carnet de commandes du F-406 a directement influé sur le cours de l'action de la société en laissant croire au marché boursier que la société était en pleine croissance commerciale et développait son outil de production. Cette fausse information a faussé la perception par les intimés de la situation de la société GECI Aviation et les a amenés à conserver des titres dont ils se seraient défait s'ils avaient eu connaissance de la réelle situation de la société au titre des commandes effectuées. Le préjudice qui en est résulté est une perte de chance pour les actionnaires d'avoir pu céder leurs actions lorsque la société faisait encore l'objet d'une cotation. Contrairement à ce que soutiennent les intimés cette indemnisation ne peut égaler 100 % de leur perte dans la mesure où si une information sincère avait été diffusée le cours de l'action aurait baissé au regard du*

⁴⁷⁹ Apparemment, seuls des actionnaires ayant conservé leurs actions avaient demandé réparation (même si l'hypothèse de l'acquisition est également abstraitement évoquée parfois).

⁴⁸⁰ CA Paris, pôle 5, ch. 9, 20 janv. 2022, n° 20/04801 : BJS, mai 2022, p. 31, note GRANIER Th.

développement moins prometteur qu'aurait présenté la société GECI Aviation ». Elle corrige ensuite la méthode de calcul utilisée par le tribunal (lequel semble avoir confondu GECI Aviation et sa société mère) : « Le tribunal a retenu pour évaluer le préjudice des intimés le cours de l'action au début de l'année 2018, mais à ce titre a commis une erreur puisque la société GECI Aviation, contrairement à la société GECI International, n'a jamais fait l'objet d'une nouvelle cotation puisqu'elle a été placée en liquidation judiciaire ». La cour livre ensuite sa méthode d'évaluation, laquelle lui permet contre toute attente d'aboutir exactement au même résultat que le tribunal judiciaire : « Pour évaluer le préjudice des actionnaires il convient de retenir qu'aux termes du communiqué de presse en date du 27.09.2013 (...) les résultats étaient les suivants en 2011/2012 : « Le pôle aviation a réalisé un chiffre d'affaires de 6,2 millions d'euros contre 7,3 millions d'euros réalisé la même période de l'exercice précédent. Il a été entièrement réalisé par la filiale Reims Aviation Industries à hauteur de 57 % pour les activités de service et de 43 % par les ventes d'avions neufs ». Au regard du nombre extrêmement restreint d'avions vendus : 2 au lieu de 9 entre 2009 et 2011 le chiffre d'affaires de la société REIMS AVIATION INDUSTRIES était amené à se réduire ce qui était de nature à avoir une incidence sur le cours de l'action de GECI AVIATION. Il résulte du relevé de PEA de Monsieur D... au 31.12.2012 que la dernière cotation du titre de GECI AVIATION était de 0,61 euro. Au regard des éléments concernant l'activité de la société GECI AVIATION telle que décrite ci-dessous l'évaluation par le tribunal d'un préjudice à hauteur de 0,25 euro par action, soit 40 % de la dernière cotation apparaît proportionnée et sera retenue ».

La cour d'appel confirme ainsi le jugement en ce qu'il avait évalué la perte de chance des actionnaires à 0,25 euro par action, mais en retenant pour sa part 40 % environ du dernier cours de bourse de la société CECI Aviation.

53. Analyse. Perte de chance concrète, mais indemnisation d'une altération concrète déterminante. Le raisonnement mené en appel surprend à plusieurs titres et s'avère assez complexe. A première vue, se démarquant de la solution de première instance, la cour d'appel retient une perte de chance « concrète », s'exerçant par rapport à une décision d'investissement définie, plutôt qu'une perte de chance abstraite – elle ne prend toutefois en compte que l'hypothèse de la conservation alors que les actionnaires faisaient valoir qu'ils avaient « acquis ou conservé leurs actions » au vu des fausses informations. En outre, dès lors qu'elle retient un préjudice par action, il semble que la cour ait retenu une perte de chance concrète non individualisée, comme dans l'affaire *Gespac Systèmes*⁴⁸¹.

Mais à bien y regarder, la cour d'appel indemnise en réalité un préjudice d'altération concrète déterminante de la décision. Elle le reconnaît d'ailleurs elle-même puisque, tout en retenant une perte de chance, elle affirme de manière contradictoire que la fausse information a amené les actionnaires « à conserver des titres dont ils se seraient défaits s'ils avaient eu connaissance de la réelle situation de la société au titre des commandes effectuées ». Pourquoi recourir à la perte de chance s'il est certain que, dûment informés, les actionnaires se seraient défaits de leurs titres ? De même, l'affirmation de la cour, en vertu de laquelle l'« indemnisation ne peut égaler 100 % de leur perte dans la mesure où si une information sincère avait été diffusée le cours de l'action aurait baissé au regard du développement moins prometteur qu'aurait présenté la société GECI Aviation », semble superfétatoire dès lors que le recours à la perte de chance empêche *de facto* une indemnisation intégrale des pertes. Ce que veut dire ici la Cour concerne en fait plus précisément l'hypothèse de la conservation : lorsque les actionnaires ont été amenés

⁴⁸¹ C'est pour ce motif et pour des raisons chronologiques que nous faisons figurer ici l'affaire *GECI Aviation*, bien que l'indemnisation finalement pratiquée ne corresponde pas à celle d'une perte de chance.

par la fausse information à conserver leurs titres, le préjudice d'altération concrète déterminante de la décision consiste nécessairement dans la différence entre la valeur réelle des actions lors de la décision de conservation et la valeur réelle des actions au jour de la décision de justice ; or, l'information étant publique, pour le calcul de la première valeur, il importe de tenir compte de la baisse de cours qu'aurait subie l'action si l'information avait été révélée – ce qui précisément avait été omis dans l'affaire *Gespac Systèmes*⁴⁸².

En l'espèce, il importe ainsi de déterminer l'impact qu'aurait eu l'information sincère sur le cours pour déterminer cette valeur réelle, étant précisé que la valeur actuelle est de 0, la société ayant été liquidée. En réalité, le calcul effectué révèle que la cour d'appel ne recourt pas à la méthode de la perte de chance (ni concrète, ni même abstraite), mais un préjudice d'altération concrète déterminante de la décision de conservation (en presumant d'ailleurs la causalité au regard des indices de fait). Estimant que le cours aurait baissé de 40 % si la vérité avait été divulguée, elle considère que le préjudice des actionnaires est de : 40 % x le dernier de cours de bourse (0,61 euro) – 0 (valeur actuelle des actions), soit environ 0,25 euro par action. Le pourcentage de 40 % ne correspond ainsi pas à un pourcentage de perte de chance, mais à un pourcentage de baisse du cours en cas de révélation de la vérité : les actionnaires auraient cédé à 0,25 euro s'ils avaient connu l'état des commandes du fait de la baisse du cours résultant de l'information du marché. Si c'est une altération concrète non déterminante (perte de chance) de la décision de conservation qui avait été retenue, il aurait encore fallu multiplier 0,25 par le pourcentage relatif à la perte de chance. On observera que la cour d'appel retient opportunément un pourcentage de baisse de 40 % pour « *sauver* » l'indemnisation de 0,25 euro par action retenue en première instance (par un tout autre moyen), ce qui laisse l'impression d'un « *bricolage judiciaire* ». Finalement, dans l'affaire *GECI Aviation*, la cour d'appel de Paris, pour s'en tenir à la jurisprudence de la Cour de cassation, retient formellement une perte de chance, mais répare en réalité un préjudice d'altération concrète déterminante de la décision de conservation⁴⁸³, au moyen d'une présomption implicite de causalité.

c. L'affaire *Natixis*

54. Faits et procédure. Le 24 juin 2021⁴⁸⁴, le tribunal correctionnel de Paris, dans sa 32^e chambre, a condamné la société Natixis à une amende de 7,5 millions d'euros au titre du délit de diffusion d'information fausse ou trompeuse en vue d'agir sur le cours des titres négociés sur un marché réglementé⁴⁸⁵, pour avoir délibérément trompé le marché sur son exposition aux *subprimes* lors de l'année 2007, et a indemnisé un très grand nombre d'investisseurs s'étant constitués parties civiles. Le jugement est fort intéressant sur l'action civile, en ce que, de manière inédite, il pose assez clairement le cadre d'analyse et motive son choix de politique juridique. Soucieux de respecter le choix retenu par la Haute juridiction, le tribunal commence par énoncer qu'« *en matière de diffusions d'informations trompeuses, le préjudice indemnisable consiste, tout d'abord, en une perte de chance d'effectuer un autre investissement, c'est-à-dire, par définition, un préjudice inférieur tant à la baisse du cours qu'au montant de l'investissement* ». Il en déduit que « *l'analyse du préjudice sous l'angle de la perte de chance exclut, par nature, tout examen individuel de la décision d'investissement, par nature extrêmement hasardeux : (...) les déterminants d'investissement sont multiples. C'est également la raison pour laquelle le tribunal ne suivra pas l'invitation de la société NATIXIS à abandonner cette jurisprudence ou à en faire une interprétation tellement stricte, en exigeant*

⁴⁸² Comme dans l'affaire *Natixis* (cf. *infra*).

⁴⁸³ Comp. GRANIER Th., note préc., y voyant plutôt une application de la jurisprudence *Gaudriot*.

⁴⁸⁴ TJ Paris, 32^e ch. corr., 24 juin 2021, *Natixis*.

⁴⁸⁵ Soit l'amende maximale applicable à l'époque.

la preuve du caractère déterminant de l'information pour chacun des investisseurs qu'elle se verrait vider de sa substance ». « En effet », explique le tribunal, « les deux seules options, en la matière, sont soit : - d'indemniser pleinement le préjudice, en se livrant à des calculs particulièrement sophistiqués et sujets à caution, ce qui est le mode de raisonnement suivi par les juridictions fédérales américaines. Cette option s'accompagne de batailles d'experts privés entre demandeurs et défendeurs, batailles qui ne peuvent avoir de vainqueur clair puisque ces analyses, pour sophistiquées qu'elles soient, reposent toujours sur des hypothèses par nature contestables (...)»⁴⁸⁶ ; - de n'indemniser qu'une perte de chance, méthode certes imparfaite, mais qui, au vu de ce qui précède, n'est pas réellement moins fiable. Retenue par la Cour de cassation, elle est conforme tant à l'impératif constitutionnel de réparation intégrale du préjudice, qu'à celui, tout aussi important, de bonne administration de la justice, qui impose de ne pas gaspiller les ressources de parties et des juridictions pour parvenir à un résultat guère plus fiable que celui auquel le tribunal pourrait aboutir par une méthode moins complexe ». Le tribunal ajoute à propos de l'exigence de caractère déterminant de l'information : « L'exigence du caractère « déterminant » de l'information pour l'investisseur est en outre inappropriée pour une infraction de tromperie (et non d'escroquerie) réalisée sur un marché sur lequel les cours reflètent des fluctuations d'information, à la seconde près ». Le tribunal en conclut que : « La seule question pertinente pour évaluer cette perte de chance est donc celle de la détention, ou non, de titres NATIXIS pendant la période durant laquelle le cours a été faussé par des informations inexacts. (...). Le tribunal calculera donc une perte de chance fixée, pour chacune des parties civiles, par action détenue pendant la période durant laquelle le cours a été faussé. **Mais le préjudice consiste également en un préjudice moral, celui de la confiance trahie dans l'émetteur.** Ce préjudice n'est exclu par aucun texte, et le tribunal, tenu par le principe de la réparation intégrale, se doit de l'évaluer, en prenant en compte le cas échéant les spécificités des situations individuelles ».

Le tribunal livre alors sa méthode d'évaluation du préjudice et d'indemnisation : « Le nombre important de parties civiles contraint le tribunal à fixer les principes d'indemnisation, la situation de chacune des parties civiles faisant l'objet d'un traitement simplifié, dans le cadre du tableau joint⁴⁸⁷, dans lequel sera notamment indiqué si les éléments produits à l'appui de la demande sont suffisants. Pour avoir subi un préjudice, il est nécessaire, mais suffisant, d'avoir détenu des actions entre le 26 novembre 2007 et le 6 mars 2008, date à laquelle la publication des résultats de l'année 2007 a achevé de corriger la distorsion causée par la diffusion, le 25 novembre 2007, d'informations trompeuses. S'agissant de l'évaluation du préjudice, le tribunal considère que l'assiette de la perte de chance est la différence entre le cours à l'issue de la journée du 26 novembre 2007, soit 12,97 euros (annexes AMF p. 548), et le cours à l'issue de la journée du 6 mars 2008, soit 9,37 euros (annexes AMF p. 549). Le montant de la perte subie par le titre est donc de 3,6 euros. Pour fixer l'indemnisation au titre de la perte de chance, qui ne peut être égale au montant de la perte subie, il y a lieu de prendre en compte, tout d'abord, la gravité de la distorsion induite par les fausses informations diffusées. Ici, le montant de l'exposition a été sous-estimé d'au moins 850 M d'euros, et la réalité du risque grandement

⁴⁸⁶ Et, de manière assez inhabituelle, le tribunal cite la doctrine américaine : CHENG, Christine & CRUMBLEY, D. Larry, *Measuring Damages in Federal Securities Fraud Class Actions – A Herculean Task*, Journal of Forensic & Investigative Accounting, Vol. 8; Issue 1, Jan. 2016, ayant qualifié la tâche d'« herculéenne ». Le tribunal ajoute que « les auteurs mettent en lumière les irréductibles différences d'opinion entre experts, notamment parce que les calculs de dommages-intérêts nécessitent d'utiliser des données autres qu'historiques, et de tenter d'évaluer ce qu'aurait été la situation en l'absence de la diffusion d'informations trompeuses ».

⁴⁸⁷ Un tableau est joint à la décision, récapitulant les éléments d'indemnisation pour chacune des parties civiles.

minimisé, notamment par rapport aux autres établissements bancaires français, ce qui ressort non seulement du communiqué lui-même mais aussi de la communication de NATIXIS Securities (annexes AMF pp. 1123s). En outre, le tribunal prend en compte le profil moyen des investisseurs, qui, comme le relève NATIXIS (p. 9 de ses conclusions) étaient pour nombre d'entre eux des petits porteurs, auprès desquels les actions NATIXIS ont été, ce qui ressort des lettres des parties civiles, présentées comme un placement particulièrement sûr. Dans ces conditions, le tribunal retient qu'il existait une forte probabilité que les actionnaires revendent leurs titres rapidement s'ils avaient eu connaissance de la réalité de l'exposition, et fixe donc le montant de l'indemnisation au titre de la perte de chance à 3 euros par action. NATIXIS sera donc condamnée à verser à chacune des parties civiles les sommes figurant dans les tableaux qui suivent au titre de la perte de chance. Il a également été indiqué dans les tableaux les parties civiles se voyant déboutées, en tout ou partie, en raison de l'insuffisance des justificatifs produits. S'agissant du préjudice moral, lié au fait d'avoir été trompé, le tribunal prend en compte, là encore, le fait que le titre a été commercialisé auprès de petits porteurs et présenté comme « sûr ». (...) Là encore, NATIXIS sera condamnée à verser à chacune des parties civiles les sommes figurant dans les tableaux qui suivent au titre du préjudice moral ».

En appel, la cour confirme la culpabilité de la banque mais réduit le montant de l'amende à 2 millions d'euros, pour tenir compte des difficultés à communiquer pendant la crise des *subprimes*. En revanche, sur l'action civile, elle maintient les principes d'indemnisation fixés en première instance, bien qu'elle ne motive plus le choix de politique juridique⁴⁸⁸.

55. Cadre d'analyse. Si elle n'est pas entièrement convaincante, la motivation développée par le tribunal de Paris mérite d'être saluée. Selon le tribunal, trois principaux choix s'offrent en droit français. Premièrement, une conception restrictive consistant à n'indemniser que les investisseurs ayant démontré le caractère déterminant de l'information⁴⁸⁹ : à vrai dire, le tribunal écarte d'emblée cette position, défendue ici par la société Natixis, en ce qu'elle mettrait à mal le choix de la perte de chance effectué par la Cour de cassation, et serait en outre « *inappropriée pour une infraction de tromperie (et non d'escroquerie) réalisée sur un marché sur lequel les cours reflètent des fluctuations d'information, à la seconde près* » - le tribunal ne s'explique pas plus sur cette affirmation, qui conduirait plutôt à indemniser une altération du cours, ce que pourtant le tribunal précisément rejette. Deuxièmement, un choix inspiré de la méthode américaine privilégiant l'analyse économique (études d'événement permettant de reconstituer *a posteriori* le cours qui aurait prévalu sans la fausse information) et permettant d'« *indemniser pleinement le préjudice* » (en fait, une altération du cours) : le tribunal s'y refuse car la méthode, pour sophistiquée qu'elle soit, conduit *de facto* à des batailles d'experts irréconciliables, et donc à un gaspillage des moyens de la justice sans pour autant assurer un résultat plus fiable que la perte de chance⁴⁹⁰. Troisièmement, l'indemnisation d'une seule perte

⁴⁸⁸ CA Paris, pôle 2 ch. 14, 7 mai 2024, n° 23/01536, Natixis : PROROK J., Rev. sociétés 2025. 503, pour un commentaire combiné des deux décisions.

⁴⁸⁹ Pour une défense de cette position en droit français, en particulier sur le fondement d'une analyse économique, v. PROROK J., La responsabilité civile sur les marchés financiers, préf. SYNDET H., LGDJ-Lextenso, Bibl. dr. priv., t. 581, 2019.

⁴⁹⁰ La méthode américaine a cependant convaincu une partie non négligeable des auteurs en France. V., *inter alia*, SPITZ N., La réparation des préjudices boursiers, préf. PIETRANCOSTA A., RB éd., coll. Droit fiscalité, 2010 ; CAN KORAY Z., Le préjudice de l'actionnaire, préf. COHEN D., Larcier, 2022 ; MARTIN D., La réparation du préjudice des investisseurs en cas de fausse information, JCP E, 9 sept. 2010, n° 36, 1777 ; Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard, in Mélanges AEDBF-France VI, dir. GOURIO A. et DAIGRE J.-J., RB éd., 2013, p. 399. Adde CONAC P.-H., Plaidoyer pour une évolution du régime de la réparation du préjudice boursier, Rev. sociétés 2022. 270.

de chance : tout en reconnaissant l'imperfection de cette méthode, le tribunal la privilégie, car elle permet un résultat tout aussi fiable que l'analyse économique en étant bien moins onéreuse. Pour le tribunal, cette méthode, retenue par la Cour de cassation, est conforme aux impératifs de réparation intégrale et de bonne administration de la justice.

Aussi développée soit-elle, la motivation ne dit pourtant pas tout. Premièrement, d'autres choix s'offrent au droit français et notamment au juge français, et notamment celui d'instaurer une présomption de droit de causalité au profit de certains investisseurs (pour lesquels l'information serait tenue pour déterminante)⁴⁹¹, mais il est vrai qu'en pratique, cette présomption n'est généralement retenue que sur le marché primaire. Deuxièmement, le tribunal s'abstient de rentrer dans les détails à propos de la perte de chance, alors que la perte de chance abstraite, adoubée par la Cour de cassation, ou la perte de chance concrète non individualisée, qu'il s'apprête à retenir, se distinguent très nettement de la théorie classique de la perte de chance. Troisièmement, le tribunal ne dit rien des fonctions qu'il entend conférer à la responsabilité, alors que l'indemnisation, plutôt généreuse, semble compenser la faiblesse de l'amende maximale alors applicable.

56. Évaluation. Le tribunal commence par rappeler qu'« *en matière de diffusions d'informations trompeuses, le préjudice indemnisable consiste, tout d'abord, en une perte de chance d'effectuer un autre investissement, c'est-à-dire, par définition, un préjudice inférieur tant à la baisse du cours qu'au montant de l'investissement* », tout en précisant que « *l'analyse du préjudice sous l'angle de la perte de chance exclut, par nature, tout examen individuel de la décision d'investissement, par nature extrêmement hasardeux* » - le tribunal prend acte de ce que le présent litige constitue un contentieux de masse, ce qui l'oblige à « *fixer les principes d'indemnisation* » pour faire face au nombre important de parties civiles. Il commence ainsi par préciser la période de fausse information : du lendemain du communiqué trompeur à la rectification informationnelle, soit du 26 novembre 2007 au 6 mars 2008. S'agissant du *quantum*, le tribunal précise que l'« *assiette* » de la perte de chance, soit le montant de la perte subie par titre, tient à la différence entre le cours du 26 novembre 2007 et celui du 6 mars 2008, soit environ 3,6 euros. A partir de là, tenant compte des éléments de fait (Natixis avait grandement et gravement minimisé son exposition aux *subprimes*, notamment par rapport aux autres établissements bancaires français, et les investisseurs étaient majoritairement des petits porteurs auxquels le placement avait été présenté comme sûr), « *le tribunal retient qu'il existait une forte probabilité que les actionnaires revendent leurs titres rapidement s'ils avaient eu connaissance de la réalité de l'exposition, et fixe donc le montant de l'indemnisation au titre de la perte de chance à 3 euros par action* ». Autrement dit, le tribunal retient un préjudice final de 3,6 euros par action (perte par titre), auquel il applique une forte probabilité (de revente par les actionnaires, s'ils avaient été dûment informés), soit $3/3,6 = 83,33 \%$ environ.

57. Analyse. Dans l'affaire *Natixis*, le tribunal applique encore une perte de chance « *concrète* » (elle s'exerce par rapport à une décision d'investissement précisément définie : celle de ne pas conserver les titres Natixis), mais « *collective* » ou encore « *non individualisée* » (tous les investisseurs ont avec la même probabilité de 83 % environ perdu une chance de vendre). Le tribunal fait un effort pour dégager une évaluation plus précise : la perte de chance s'exerce par rapport à une décision définie, et ainsi sur un préjudice final de 3,6 euros, correspondant à la perte subie du fait de la conservation. Cette perte de chance concrète non

⁴⁹¹ Comme l'évoque le tribunal, une telle présomption a été adoptée aux Etats-Unis dans la décision de *Basic v. Levinson* de 1988 de la Cour suprême. Toutefois, cette présomption de *reliance* (au cœur de la théorie dite de la fraude au marché) ne sert qu'à satisfaire formellement la preuve de l'élément de *reliance* exigé au titre du tort de *fraud* : *de facto*, le droit américain répare essentiellement une altération du cours.

individualisée se distingue de la perte de chance abstraite, comme le montre d'ailleurs l'octroi d'un préjudice moral pour trahison de la confiance⁴⁹². Toutefois, cette perte de chance « *concrète* » est appréciée collectivement (tout investisseur a perdu un peu plus de 8 chances sur 10 de se défaire des titres Natixis), ce qui contrairement aux dires du tribunal ne peut toujours pas satisfaire au principe de la réparation intégrale.

Le tribunal fait un effort d'individualisation, mais ne répare certainement pas les préjudices réellement subis – il le reconnaît d'ailleurs lui-même lorsqu'il affirme que la nature massive du contentieux empêche un examen individuel de la perte de chance. Au-delà, même en admettant le caractère collectif de la perte de chance, le calcul du tribunal apparaît frustré. D'abord, le tribunal ne s'en tient, comme il le dit lui-même, qu'à la détention des actions Natixis pendant la période de fausse information : pourtant, est-il conforme à la réalité de traiter de la même façon les actionnaires ayant acquis et conservé ou les actionnaires ayant seulement conservé (c'est-à-dire ayant acheté avant) pendant la période de fausse information ? Il y a là deux décisions d'investissement distinctes (décision d'acheter et de conserver, ou décision de conserver), dont la différence devrait être prise en compte si l'on veut que la perte de chance soit véritablement concrète – et cela d'autant que la probabilité de conserver est plus forte que celle d'acheter.

Ensuite, plus grave encore, le tribunal réfléchit de manière contrefactuelle comme si seuls les actionnaires Natixis auraient été informés de la vérité ; or, l'information étant publique, tout le marché l'aurait été, ce qui aurait entraîné une baisse du cours. Il est donc improbable que, dûment informés, les actionnaires aient pu vendre au cours de 12,97 euros du début de la période d'information défectueuse. Le préjudice final, sur lequel appliquer la probabilité, est donc sans doute bien moindre, et aurait en tout état de cause requis une analyse économique *a posteriori* pour être précisément calculé, ce que le tribunal veut justement éviter. Enfin, alors que le tribunal prend en compte « *la perte de chance d'effectuer un autre investissement* », il ne calcule le préjudice final que sur le montant de la perte par titre, sans référence à un quelconque gain manqué, ce qui paraît illogique. *In fine*, on se demande si l'évaluation est beaucoup plus précise que celle, purement forfaitaire, retenue dans le cadre de la perte de chance abstraite⁴⁹³.

2. Une appréciation collective par catégorie d'investisseurs

58. Affaire Montaigne Fashion Group. Faits. La société Montaigne Fashion Group (MFG) connaissait des difficultés depuis un certain nombre d'années, puisque c'est à la suite d'un plan de redressement par continuation adopté en 2010 que la SARL Jekiti Mar Capital, gérée par M. Hubsch et ayant pour associée unique la holding de la famille Hubsch (la société civile Jekiti Mar ou SCI JM), était devenue le principal actionnaire de MFG. M. Hubsch avait alors été désigné PDG, et son épouse et la holding familiale SCI JM administrateurs. Du fait de la persistance des difficultés, MFG n'avait pu honorer la 4^e annuité du plan de redressement, ce qui avait entraîné la suspension de la cotation le 26 février 2015 et sa liquidation judiciaire le 1^{er} juillet 2015. Plusieurs actionnaires ont alors engagé la responsabilité du PDG et des deux administrateurs. En substance, le tribunal de commerce de Paris retient à l'encontre du PDG et

⁴⁹² Dans la décision *Vivendi* au pénal, ce préjudice moral avait été considéré comme se confondant avec le préjudice financier (cf. *supra*).

⁴⁹³ Pour une défense récente de la perte de chance « *abstraite* », v. BERG O., Le préjudice résultant d'une fausse information boursière : une perte de chance subie par la masse des actionnaires, *in* Mélanges Fabrice Leduc, LexisNexis 2025, p. 33.

de son épouse administratrice une faute consistant dans la nomination du PDG alors qu'il était alors interdit de gérer et la communication mensongère à cet égard, et à l'encontre du seul PDG une communication trompeuse concernant un soutien promis par la SCI JM ainsi que la dissimulation du défaut de paiement⁴⁹⁴.

Par un second jugement du 21 mai 2021, le tribunal se prononce sur l'indemnisation. S'il refuse de réparer la totalité des pertes (égales au coût d'acquisition des titres), il admet cependant que les fautes des dirigeants ont empêché les actionnaires d'apprécier la situation financière de la société en toute connaissance de cause et étaient donc à l'origine de leur préjudice de perte de chance de ne pas avoir acheté les titres ou d'avoir pu les vendre. Il retient alors trois dates pour le calcul de l'indemnisation, en distinguant différentes situations et en leur affectant une probabilité distincte de perte de chance⁴⁹⁵.

59. Appel. Les anciens dirigeants interjettent appel des deux jugements. Faisant valoir l'importance du risque d'un investissement dans la société MFG du fait de ses difficultés financières au-delà du risque inhérent aux titres cotés, ils contestent l'existence de tout préjudice des actionnaires, dont certains étaient en outre des actionnaires historiques ou d'anciens dirigeants, et donc parfaitement informés de la situation. Ils soutiennent à titre subsidiaire le caractère excessif des préjudices alloués. Les actionnaires forment, quant à eux, des appels incidents aux fins d'obtenir notamment la condamnation des deux administrateurs au titre de la communication financière ainsi que l'indemnisation de la totalité de leurs pertes, certains mettant au surplus en avant leur qualité d'investisseurs profanes.

Dans son arrêt du 14 septembre 2023, la cour d'appel, se fondant notamment sur les sanctions administratives prononcées par l'AMF⁴⁹⁶, confirme pour l'essentiel le premier jugement consulaire sur la faute, sauf en ce que ledit jugement avait écarté la responsabilité de la SCI JM, dans la nomination du PDG, alors interdit de gérer. Elle se démarque toutefois bien plus largement du second jugement, à propos du préjudice. S'agissant de la nature du préjudice, la cour d'appel de Paris⁴⁹⁷ commence par énoncer que « *le fait d'avoir diffusé des informations trompeuses a interdit aux actionnaires de prendre des décisions d'acheter ou de ne pas acheter, ou de conserver ou de vendre leurs actions en pleine connaissance de la situation de la société. Le fait que l'investissement ait été risqué au regard de l'aléa de la bourse et des difficultés passées de la société importe peu et ne peut rentrer en ligne de compte dans l'évaluation du préjudice des actionnaires dans la mesure où ledit préjudice est constitué par la perte de chance de ne pas avoir pu prendre la bonne décision compte tenu des informations trompeuses diffusées* ».

S'agissant de l'indemnisation, la cour d'appel adopte en revanche la même méthode que la juridiction consulaire consistant à retenir certaines dates pour distinguer le préjudice subi par différentes catégories d'investisseurs au sein de la période de fausse information. Elle ne retient cependant pour sa part que deux dates : la date de nomination du PDG le 21 octobre 2010 en violation de l'interdiction de gérer ; et la date de défaut d'exécution du plan de continuation le

⁴⁹⁴ T. com. Paris, 2 oct. 2020, n° J2019000061.

⁴⁹⁵ T. com. Paris, 21 mai 2021, n° J2019000061. Cf. *infra*.

⁴⁹⁶ AMF, CDS, 17 avr. 2019, SAN 2019-4, confirmé par CA Paris, pôle 5, ch. 7, 17 sept. 2020 et Cass. com., 21 avr. 2022, n° 20-21.753.

⁴⁹⁷ CA Paris, 14 sept. 2023, n° 21/11057 : Dr. sociétés, déc. 2023, n° 12, 141, note GRANOTIER J. ; BJB, janv.-févr. 2026, p. 20, note BOMPOINT D. et RAMONÉDA V.

14 octobre 2014⁴⁹⁸. La cour d'appel décide ainsi d'indemniser trois catégories d'investisseurs. D'abord, les actionnaires ayant conservé les titres après la nomination litigieuse (détenant les titres au 21 octobre 2010), au titre d'une perte de chance de ne pas avoir pu vendre leurs titres, assortie d'une probabilité de 75 %⁴⁹⁹ et calculée sur la valeur des titres à la date de nomination (estimée à 0,27 euro⁵⁰⁰, à partir de l'évaluation d'un expert indépendant rendue quelques semaines avant la nomination). Ensuite, les investisseurs ayant acquis des titres après la nomination (entre le 21 octobre 2010 et le 14 octobre 2014), au titre d'une perte de chance de ne pas avoir acquis les titres, assortie aussi d'une probabilité de 75 %⁵⁰¹ et calculée sur le montant des acquisitions. Enfin, les investisseurs ayant acquis des titres après le défaut de paiement (à compter du 15 octobre 2014), au titre d'une perte de chance de ne pas avoir acquis, assortie d'une probabilité de 100 % calculée sur le montant des acquisitions⁵⁰², en considérant qu'il était certain que les investisseurs, au fait de la situation véritable, n'auraient pas acquis les titres⁵⁰³. L'indemnisation totale est d'environ un million d'euros.

60. Analyse. S'agissant de la nature du préjudice, si la cour d'appel comme le tribunal appliquent bien le principe de la perte de chance, ils n'en font pas exactement la même analyse : alors que la juridiction consulaire semble plutôt retenir une perte de chance concrète (au regard des seules décisions de vendre ou de ne pas acheter, compte tenu du caractère exagérément optimiste de l'information), la cour d'appel s'en tient, quant à elle, plutôt à la perte de chance abstraite, en visant toutes les décisions d'investissement peu important la nature de l'information (« *décisions d'acheter ou de ne pas acheter, ou de conserver ou de vendre leurs actions en pleine connaissance de la situation de la société* »).

Par ailleurs, la cour analyse avec justesse que l'aléa est sans rapport l'évaluation du préjudice, dès lors qu'il s'agit d'une « *perte de chance de ne pas avoir pu prendre la bonne décision compte tenu des informations trompeuses diffusées* ». Pourtant, s'agissant de l'indemnisation proprement dite, la cour d'appel adopte la même méthode que le tribunal, en distinguant par catégorie d'investisseurs et en retenant une probabilité de perte de chance par catégorie d'investisseurs selon qu'ils ont conservé ou acquis et selon la période en cause (75 ou 100 %). Par conséquent, même si elle retient une altération abstraite de la décision, la cour d'appel, comme le tribunal, répare plutôt une perte de chance concrète. En comparaison des espèces précédentes, les juges font certes un effort d'individualisation, puisque sont distinguées des catégories d'investisseurs – notamment, les investisseurs ayant conservé et les investisseurs ayant acquis. Cependant, malgré cet effort, l'appréciation reste bien collective et « *non individualisée* ». Déjà, la même probabilité de 75 % est affectée à l'acquisition et à la conservation : outre que le choix de cette probabilité n'est aucunement motivé, il apparaît peu réaliste dès lors les investisseurs, bien informés, auraient eu davantage tendance à conserver

⁴⁹⁸ Le tribunal avait également retenu la date du 14 juin 2014, qui était la date de diffusion d'un communiqué de MFG faisant état du soutien de Jekiti Mar Capital. La cour écarte cette date, faute de preuve du caractère mensonger du communiqué.

⁴⁹⁹ Le tribunal avait, quant à lui, retenu une perte de chance de 50 %.

⁵⁰⁰ Soit 0,2025 euro par action. Le choix de cette valeur de 0,27 euro est critiquable, dès lors que c'est la valeur boursière qui aurait dû être retenue, laquelle aurait par ailleurs baissé si l'information dissimulée avait été publique.

⁵⁰¹ Le tribunal avait aussi retenu une perte de chance de 50 %.

⁵⁰² Plus prudent, le tribunal de commerce avait tenu cette perte de chance pour « *très voisine de 100 %* ».

⁵⁰³ Comme le tribunal, la cour n'indemnise pas en revanche les actionnaires ayant conservé leurs titres à la date du défaut de paiement, dès lors que « *si les actionnaires avaient eu connaissance du défaut de paiement de la 4^e annuité, ils auraient massivement décidé de vendre* », mais « *la société étant sur le point d'être liquidée l'action aurait perdu toute valeur* ».

qu'à acquérir⁵⁰⁴. Sans compter qu'une perte de chance de 100 % (pour les investisseurs ayant acquis après le défaut de paiement) n'a pas de sens : s'il est certain que les investisseurs n'auraient pas acquis, il n'y a pas de raison de recourir à la théorie de la perte de chance, faute d'incertitude causale.

Les juges du fond maintiennent la terminologie de « *perte de chance* » pour se conformer en apparence au principe de la perte de chance imposé par la jurisprudence *Gaudriot*, mais ce faisant violent un autre principe posé par la Cour de cassation, en vertu duquel la perte de chance ne peut égaler le préjudice final⁵⁰⁵. Plus encore, même appréciée au niveau d'un groupe d'investisseurs, la perte de chance reste évidemment « *non individualisée* », dès lors qu'il est parfaitement improbable qu'au sein du même groupe, tous les investisseurs (peu important leur compétence, leurs habitudes d'investissement, leur portefeuille, et plus largement leur situation financière et personnelle, etc.) aient subi une perte de chance affectée de la même probabilité⁵⁰⁶. Notamment, les juges n'ont pas tenu compte de la qualité d'actionnaires historiques ou d'anciens dirigeants qu'auraient eue certains investisseurs et dont se prévalaient les responsables, alors que cet élément de fait pouvait évidemment influencer sur la décision et donc le pourcentage de perte de chance. Finalement, l'appréciation reste collective mais se voit simplement affinée, en distinguant des catégories d'investisseurs en fonction de la décision d'investissement prise et de la période considérée.

61. Conclusion finale. Finalement, le contentieux de la responsabilité civile pour fausse information financière en France, sans être particulièrement développé, fait l'objet d'un flux de décisions assez constant depuis une trentaine d'années. Faute de dispositif légal spécial, la responsabilité y a été construite par le juge sur le fondement du principe général de responsabilité pour faute, dont la plasticité lui a permis de faire face aux principales difficultés relatives à ce contentieux : le caractère souvent massif du contentieux, qui rend ardue toute appréciation individuelle ; et la difficulté pour l'investisseur de démontrer la causalité et le préjudice.

Si diverses voies ont pu être explorées par les juges du fond pour ce faire, la Cour de cassation a imposé depuis une quinzaine d'années la solution tenant à la perte de chance, coupant court à toute velléité d'introduire des méthodes d'évaluation fondées comme aux États-Unis sur l'analyse économique, ce qui a été fortement débattu. En tout état de cause, pour la rendre viable dans un contentieux de masse, les juges ont décliné cette solution de deux manières : d'abord, sous la forme d'une « *perte de chance abstraite* », une sorte d'altération abstraite de la décision indemnisée de manière forfaitaire ; plus récemment, sous la forme d'une perte de chance « *concrète* », en ce qu'elle est appréciée par rapport à une décision d'investissement définie, mais « *non individualisée* », en ce qu'elle est évaluée de manière identique pour tous les investisseurs ou par catégorie d'investisseurs. La preuve de la causalité et du préjudice en sort, dans les deux cas, grandement facilitée pour les investisseurs.

Au-delà, l'examen des décisions des juges du fond montre un certain pragmatisme : tout en visant généralement le principe de la perte de chance, ils adoptent en fait des solutions variées au gré des espèces. L'intervention de la Haute juridiction n'a donc qu'imparfaitement unifié la jurisprudence. Quel pourrait être l'avenir ? Si la Cour de cassation devait maintenir le principe

⁵⁰⁴ V., en ce sens, BOMPOINT D. et RAMONÉDA V., note préc.

⁵⁰⁵ Lequel principe avait d'ailleurs entraîné la censure de la cour d'appel ayant retenu un préjudice d'au minimum l'investissement réalisé, dans la même jurisprudence *Gaudriot*. Cf. *supra*.

⁵⁰⁶ V., en ce sens, BOMPOINT D. et RAMONÉDA V., note préc.

de la perte de chance, on pourrait voir les tribunaux poursuivre leur œuvre d'affinement de la solution. Mais pour que la jurisprudence gagne vraiment en cohérence, la question de confier l'ensemble de ce contentieux à une juridiction spécialisée ne pourrait sans doute plus être éludée.

Annexe 2 : éléments de droit des assurances

(assurance de responsabilité des émetteurs et dirigeants sociaux)⁵⁰⁷

D'origine anglo-saxonne, l'assurance de responsabilité des dirigeants sociaux est désormais couramment pratiquée en France. En règle générale, c'est la société elle-même qui souscrit le contrat de police d'assurance et paie les primes, le contrat couvrant les risques relatifs à la fois à la personne physique, dirigeant de droit ou de fait, et à l'émetteur⁵⁰⁸. Avec l'accroissement des obligations de transparence pesant sur les sociétés et devant être mises en œuvre par les dirigeants, on constate par ailleurs une multiplication des cas de mise en cause des sociétés et de leurs dirigeants (qu'il s'agisse de litiges portant sur les rapports trimestriels, le document universel ou encore une introduction en bourse ou une offre secondaire).

En pratique, l'assurance porte à la fois sur les frais de défense, qui constituent souvent le cœur de la garantie, ainsi que sur les condamnations éventuelles à des dommages-intérêts. Les frais de défense couvrent également toutes les enquêtes administratives diligentées par l'AMF à l'encontre des émetteurs ainsi que les auditions des dirigeants et des personnes clés (par exemple, le directeur juridique) lors de cette enquête⁵⁰⁹. Les frais de défense sont également pris en charge en cas de poursuite pénale. En cas de condamnation définitive, certains assureurs prévoient un remboursement (il s'agit alors d'une simple avance sur frais de défense), mais en pratique les assureurs ne demandent pas le remboursement.

En principe, l'assureur laisse le libre choix de l'avocat. Les dirigeants peuvent avoir le même avocat ou des avocats différents. De même, la société et le dirigeant peuvent avoir le même avocat (sauf lorsqu'il s'agit d'un ancien dirigeant) ou des avocats différents. Un plafond de garantie de 25 millions euros s'applique généralement en la matière.

S'agissant de l'assurance des dirigeants⁵¹⁰, les contrats visent seulement la « *qualité* » de dirigeant, tandis que d'autres portent sur la « *fonction* » de dirigeant, ce qui permet une couverture plus large (au profit par exemple du dirigeant de fait ou du directeur juridique)⁵¹¹. Par ailleurs, la pratique du « *plein de garantie* », qui vaut pour tous les dirigeants, consiste à donner la priorité dans la prise en charge aux dirigeants venant en premier dans l'ordre des réclamations effectuées. La couverture s'opère ainsi au fur et à mesure des réclamations, et celui qui arrive en dernier ne bénéficiera ainsi plus de garantie en pratique.

Des débats existent ou ont pu exister.

La question de savoir si le paiement de la prime d'assurance par l'émetteur constitue un abus de biens sociaux ne soulève plus de débat tant en doctrine que dans le monde de l'assurance.

En revanche, l'assurabilité des sanctions civiles et administratives reste débattue. Certains assureurs considèrent que si la sanction ne concerne pas un manquement qui remplit les deux

⁵⁰⁷ Les éléments factuels ont été indiqués par Mme Françoise Mari, directrice risques financiers, Liberty Specialty Markets France, lors de son audition par le groupe de travail.

⁵⁰⁸ Le mécanisme utilisé est celui de l'assurance pour compte, expressément prévu par le Code des assurances (C. assur., art. L. 112-1).

⁵⁰⁹ Les contrats prévoient alors une allocation des frais de défense, par exemple 50 % pour la personne physique et 50 % pour la personne morale.

⁵¹⁰ Au sens du droit des assurances, qui est différent de celui du droit des sociétés.

⁵¹¹ En cas de révocation du dirigeant par la nouvelle équipe dirigeante, l'ancien dirigeant reste couvert.

conditions de la faute intentionnelle au sens du droit des assurances⁵¹² (laquelle suppose, selon la jurisprudence, l'intention de commettre à la fois la faute et le dommage), elle peut alors être couverte dans des polices qui conditionnent la couverture au caractère « légalement assurable » de la sanction. D'autres assureurs militent au contraire pour l'« *inassurabilité* » pure et simple de ces sanctions, au regard notamment de leur caractère répressif⁵¹³. En pratique, certains assureurs ont pris en charge des sanctions administratives lorsqu'elles sont prononcées à l'encontre de la personne physique, mais une telle pratique n'a pas été observée s'agissant des sanctions prononcées à l'encontre des personnes morales.

Enfin, le jeu de l'assurance de responsabilité des dirigeants sociaux doit être précisé au regard des fonctions de la responsabilité civile. Du point de vue de la réparation, l'effet est double : l'assurance à la fois renforce l'indemnisation mais aussi son caractère circulaire (l'émetteur - c'est-à-dire économiquement ses actionnaires - paye les primes, lesquelles permettront *in fine* d'indemniser les actionnaires). Du point de vue de la dissuasion, l'assurance de responsabilité des dirigeants sociaux est susceptible d'amoindrir la fonction dissuasive de la responsabilité.

⁵¹² C. assur., art. L. 113-1, al. 2 : « (...), l'assureur ne répond pas des pertes et dommages provenant d'une faute intentionnelle ou dolosive de l'assuré ».

⁵¹³ Dans un récent communiqué du 18 mars 2025, l'ACPR a rappelé que les sanctions prononcées par une autorité administrative ne sont pas assurables : « Comme tout contrat, un contrat d'assurance ne peut être contraire à l'ordre public. À ce titre, il ne peut porter atteinte à l'efficacité des peines qui doivent être personnellement exécutées par l'auteur d'un manquement ayant justifié une sanction. Le Conseil d'État a rappelé dans un avis de 2007 que ce principe constitutionnel de personnalité des peines en matière pénale est applicable aux sanctions administratives.

L'ACPR rappelle en conséquence que la prise en charge par un assureur d'une sanction pécuniaire prononcée par une autorité administrative, au même titre que les amendes fiscales, pénales et douanières, serait contraire à l'ordre public et que toute clause contractuelle le prévoyant serait nulle et de nul effet, sous réserve de l'appréciation des tribunaux ». V. sur ce communiqué, TOUZAIN A., L'ACPR affirme l'inassurabilité des sanctions pécuniaires administratives, *bjda.fr* 2025, n° 98.