

**VALANCE Laure**  
Magistère Droit des Affaires – D.J.C.E.  
Master 2 Juriste d’Affaires  
Université du Panthéon-Assas (Paris II)

Année 2006-2007

# L’indemnisation

  

## des victimes d’infractions boursières

Sous la direction de  
Monsieur Hubert de VAUPLANE  
Professeur Associé à l’Université du Panthéon-Assas (Paris II)  
CALYON

"L'université Panthéon-Assas (Paris II) droit - économie - sciences sociales, n'entend donner aucune approbation, ni improbation, aux opinions émises dans ce mémoire. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur".

## *Abréviations*

---

- AMF : Autorité des Marchés Financiers
- BJB : Bulletin Joly Bourse
- BJS : Bulletin Joly Sociétés
- COB : Commission des Opérations de Bourse
- D. aff. : Dalloz affaires
- D. : Dalloz
- Défrénois : Répertoire du notariat défrénois
- DP : Droit pénal
- FSA : Financial Securities Authority
- Gaz. Pal. : Gazette du Palais
- JCP : Semaine juridique
- PA : Petites Affiches
- RD bancaire et fin. : Revue de droit bancaire et financier
- Rev. sociétés : Revue des sociétés
- RJ com. : Revue de jurisprudence commerciale
- RJDA : Revue de jurisprudence de droit des affaires
- RTD com. : Revue trimestrielle de droit commercial
- SEC : Securities and Exchange Commission

## *Sommaire*

---

<b><i>Introduction</i></b>	p.7
<b><i>Chapitre 1 :</i></b> <b>Les obstacles juridiques actuels à la prise en compte des victimes d'infractions boursières</b>	p.12
<b><i>Section 1</i></b> Les obstacles juridiques d'ordre substantiel	p.12
A. Le préjudice	p.13
1. En matière de manipulations de marché	
a. Le caractère certain du préjudice	
b. Le caractère personnel et distinct du préjudice	
c. La preuve du préjudice	
2. En matière de délit d'initié	
a. Le débat sur la notion même de victime	
b. L'état actuel du droit positif	
c. L'exemple américain	
3. La difficile évaluation du préjudice	
a. En matière de manipulations de marché	
b. En matière de délit d'initié	
c. Une difficulté propre à la matière boursière	
B. L'exigence d'une faute et d'un lien de causalité	p.27
1. L'exigence d'une faute	
a. La faute du dirigeant	
b. La faute de la société	
2. Le lien de causalité	
a. La difficile caractérisation marquée par l'importance des circonstances de fait	
b. Un palliatif possible : la notion de perte de chance	
<b><i>Section 2 :</i></b> Les obstacles juridiques d'ordre procédural	p.33
A. Un recours au juge marginalisé	p.34

1. L'action devant le juge civil

- a. L'intérêt à agir
- b. Confusion jurisprudentielle

2. L'action devant le juge pénal

- a. Une définition rigoureuse de la recevabilité de l'action civile devant la juridiction répressive
- b. Un certain malaise jurisprudentiel

B. Le monopole de fait du « gendarme boursier » dans le déclenchement des poursuites p.38

1. Le rôle de l'autorité de régulation dans le déclenchement des poursuites

- a. Devant le juge civil
- b. Devant le juge pénal

2. Les tentatives récentes de clarification

- a. L'intégration du procureur dans le processus
- b. L'association de l'autorité de régulation boursière

**Chapitre 2 :** p.44  
**Un rééquilibrage souhaitable du système de régulation française**

**Section 1 :** Les « Class actions » d'investisseurs ou le renforcement de la régulation judiciaire p.44

A. L'inadéquation des moyens existants p.44

1. « David contre Goliath »

- a. Le coût du procès civil
- b. Le caractère aléatoire de la justice pénale

2. Les moyens actuels de défense collective

- a. Les dispositifs actuels
- b. L'inadaptation des structures actuelles

B. Le débat sur l'opportunité de l'introduction d'une « class action » en matière boursière p.50

1. Les termes du débat actuel

a.	Les obstacles à l'introduction d'une « class action » à l'américaine	
b.	La proposition d'une « class action » à la française	
2.	Une « class action » d'investisseurs	
a.	De réelles justifications	
b.	Les obstacles propres au droit des sociétés	
<b>Section 2 :</b>	L'AMF, de la protection de l'investissement à la protection des investisseurs	p.57
A.	Le renforcement de l'arsenal juridique à la disposition de l'AMF	p.58
1.	Un nouveau pouvoir de l'AMF	
a.	Les pouvoirs actuels de l'AMF	
b.	Le projet de mise en place d'un pouvoir transactionnel	
2.	Un projet incertain	
a.	Les difficultés soulevées par la procédure envisagée	
b.	Les objections de principe à l'octroi d'un tel pouvoir	
B.	La mise en place d'une procédure de réparation des préjudices subis	p.64
1.	Les exemples étrangers	
a.	La SEC, l'organe protecteur des investisseurs	
b.	La récente mise en place d'une procédure de réparation des préjudices subis	
2.	Les pistes envisagées en France	
a.	Le projet actuellement envisagé	
b.	Les difficultés posées	
<b>Conclusion</b>		p.71
<b>Bibliographie</b>		p.73

## *Introduction*

---

Le droit pénal spécifique aux affaires boursières est resté très longtemps modeste. Jusqu'au début du XX<sup>e</sup> siècle, le droit pénal classique, à l'exception de la sanction de l'agiotage et des atteintes au monopole de négociation des valeurs mobilières reconnu aux agents de change, ne s'intéresse guère au domaine boursier et la morale, elle, ne paraît pas encore s'émouvoir de certaines pratiques. Ainsi, Balzac fait-il dire à son personnage Mercadet alors qu'il se prépare à une manipulation de cours en bourse pour un retour à meilleure fortune, technique dite de la « bouillotte » : « l'excessive habileté n'est pas l'indélicatesse, l'indélicatesse n'est pas la légèreté, la légèreté n'est pas l'improbité, mais tout cela s'emboîte comme des tubes de lorgnette. Bref les nuances sont imperceptibles, et, pourvu qu'on s'arrête juste au code, si le succès arrive... »<sup>1</sup>. Entre hier et aujourd'hui, le fossé est large. Ce qui était vu comme preuve d'habileté financière est à présent passible de sanctions pénales.

Force est de constater que le contrôle des opérations boursières s'est depuis largement intensifié. Confrontés au constat que les sociétés françaises, soumises à une concurrence étrangère croissante, ont intégré dans leur processus décisionnel qu'il était préférable de financer leurs investissements en faisant appel public à l'épargne et à la bourse, les pouvoirs publics ont souhaité encourager cette démarche et inciter les épargnants à investir massivement dans des valeurs mobilières<sup>2</sup>. C'est ainsi que la Commission des opérations de bourse, la COB, autorité administrative indépendante, est née avec la principale mission de protéger l'épargne investie sur les marchés financiers en veillant à la transparence et à la fiabilité de ces marchés<sup>3</sup>. Naissance suivie de quelques années, face aux lacunes du droit français, par la refonte de l'ordonnance de 1967 qui introduit en droit pénal les infractions de spéculation boursière : le délit d'initié et le délit de fausse information<sup>4</sup>. Le délit de manipulation des cours (ou agiotage), quant à lui, est le plus ancien des délits boursiers. Le Code napoléonien de 1810 prévoyait déjà la répression des actes violant les « règlements relatifs aux manufactures, au commerce et aux arts ». Toutefois, le délit d'altération des prix ou de coalition, parfois désigné sous l'expression plus générale d'action illicite sur le marché

---

<sup>1</sup> H. de Balzac, *Le Faiseur*, Imprimerie Nationale, coll. Répertoire Comédie-Française, 1993 ; citée dans H. de Vauplane, « La spéculation boursière dans le droit et la littérature française du XIX<sup>e</sup> siècle », *PA*, 23 novembre 2006, n°234, p.5

<sup>2</sup> N. Rontchevsky, « Droit pénal boursier », *Gaz. Pal.*, 12 mars 2002, n°71, p.15

<sup>3</sup> Ord. n°67-833 du 28 septembre 1967, instituant une commission des opérations de bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse

<sup>4</sup> art. 10-1 ord. du 28 septembre 1967, tel que modifié par la loi n°70-1203 du 23 décembre 1970

ne s'appliquait pas aux transactions boursières. Ce n'est qu'en 1926 avec la loi du 3 décembre que les « effets privés » ont été ajoutés à la liste limitative des marchandises pouvant donner lieu à une action illicite sur le marché.

Par conséquent, le contrôle de certaines opérations sur le marché répond, à sa naissance, à la préoccupation principale d'assurer la sécurité d'une place financière et par là son attrait et sa compétitivité<sup>5</sup>. En vertu des principes de réputation et de concurrence entre les places financières<sup>6</sup>, les délits boursiers ont été institués et renforcés en droit français. Aujourd'hui existent donc en droit français trois grands types d'infractions boursières afin d'éviter tout comportement susceptible de fausser le marché des valeurs mobilières.

Le délit d'initié est le fait pour celui qui dispose, à l'occasion de l'exercice de sa profession ou de ses fonctions, d'informations privilégiées concernant les titres d'une société cotée, de réaliser ou de permettre de réaliser une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance de ces informations. Ce délit recouvre ainsi deux sortes de comportements : l'utilisation par un initié d'informations privilégiées pour son compte et la communication par l'initié d'informations privilégiées à des tiers pour leur permettre de réaliser une opération (communément appelée le délit de « dîner en ville »). La seule révélation d'une information privilégiée par un initié est donc sanctionnée pénalement. L'infraction sous ces deux aspects est désormais prévue à l'article L 465-1 du Code monétaire et financier.

Quant au délit de fausse information (ou d'« intoxication boursière »), aux termes de l'article L 465-3 alinéa 2 du Code monétaire et financier, il consiste à répandre dans le public, par des voies et moyens quelconques, des informations fausses ou trompeuses sur la situation ou les perspectives d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de nature à agir sur les cours.

Enfin, après avoir été supprimé par inadvertance en 1986, le vieux délit de manipulation de cours, incriminé par l'article 419-2° du Code pénal, a été rétabli par la loi n°70-88 du 22 janvier 1988 qui l'a inséré dans l'ordonnance de 1967. Prévu à l'article L 465-2 du Code monétaire et financier, il consiste à exercer ou de tenter d'exercer, directement ou par personne interposée, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché réglementé en induisant autrui en erreur.

---

<sup>5</sup> D. Schmidt, « Les délits boursiers », *RJ com.*, novembre 2001, p.71

<sup>6</sup> H. de Vauplane, « Protection nationale de l'épargne et concurrence entre places boursières », *Banque & Droit*, mai-juin 1995, p.36



Ces trois infractions sont punies de deux ans d'emprisonnement et d'une amende de 1 500 000 euros dont le montant peut être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit.

Le droit répressif français en matière boursière présente en outre une spécificité. Instituée en 1967, la Commission des opérations de bourse a hérité de la mission de veiller à « la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières ». Mais, alors qu'elle n'a pas joué un rôle déterminant sauf en tant qu'auxiliaire<sup>7</sup> de police judiciaire, voire de ministère public spécialisé<sup>8</sup> ou d'expert<sup>9</sup>, elle a acquis une autre dimension par la loi du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier<sup>10</sup>. Cette loi a doté l'autorité de régulation du pouvoir de prononcer des sanctions administratives à l'encontre des auteurs d'infractions à la réglementation boursière. C'est ainsi qu'est apparue, aux côtés des délits boursiers de l'ordonnance de 1967, une répression administrative des manquements à la réglementation de la COB. Celle-ci « a usé de ses nouveaux pouvoirs pour « doubler » les délits boursiers de manquements à ses règlements dont les éléments constitutifs bien souvent plus larges ne prennent pas en compte l'élément intentionnel »<sup>11</sup>. La répression administrative des manquements boursiers est, depuis la loi de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003, sous la compétence de l'Autorité des marchés financiers qui, issue de la fusion de la COB, du Conseil des marchés financiers et du Conseil de discipline de la gestion financière, a hérité des anciennes prérogatives de la COB.

En d'autres termes, le dispositif répressif français en matière boursière est complet et particulièrement lourd du fait de l'existence d'une double incrimination de certains comportements à laquelle s'attache un risque de cumul de poursuites et de sanctions. Aussi, a pu être relevée une approche intéressante de la « morale boursière » française<sup>12</sup>. Selon les termes même des différentes lois adoptées en la matière<sup>13</sup>, l'objet du législateur français est patent : protéger l'activité et non les acteurs ; l'investissement et non les investisseurs ;

---

<sup>7</sup> M. Puech, « La Commission des opérations de bourse et la surveillance du marché boursier au regard du droit pénal », *Mél. Bastian*, t.1, éd. Librairies Techniques, 1974, p.211, spéc. p.236

<sup>8</sup> Y. Serra, « L'évolution du droit pénal des sociétés dans le cadre de la mission de la Commission des opérations de bourse », *D.* 1974, chron., p.9, spéc. n°8, p.44

<sup>9</sup> Y. Serra, op. cit., spéc. n°3, p.43

<sup>10</sup> Loi n°89-531 du 2 août 1989

<sup>11</sup> N. Rontchevsky, op. cit.

<sup>12</sup> B. Deffains & Frédéric Stasiak, « Les préjudices résultant des infractions boursières : approches juridique et économique », in *Le droit au défi de l'économie*, Y. Chaput, Droit économique, 2002, p. 177

<sup>13</sup> Loi du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne ; loi du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence des marchés financiers ; loi du 2 juillet 1996 relative à la modernisation des activités financières ; loi du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière

l'épargne et non les épargnants,... En effet, à l'aune de ces développements, il est difficile de déceler la place des investisseurs victimes de ces pratiques parmi cet arsenal juridique de répression, autant pénal qu'administratif. Dès 1991, la COB, préoccupée de la question des réparations civiles, avait commandé un rapport au professeur Viandier. Ce rapport faisait déjà part de deux constats. Alors que le périmètre des infractions boursières a été étendu par la loi et les règlements de la COB, la quasi-absence de réparation civile des dommages causés aux investisseurs a été relevée<sup>14</sup>.

La place des victimes d'infractions boursières en droit français est encore à trouver car, tout comme le rappelle le Professeur Viandier dans son rapport, la réparation du préjudice subi par les victimes d'une infraction du marché est une nécessité morale aussi bien qu'un facteur de crédibilité du marché. De récentes études ont montré que les investisseurs non institutionnels étaient d'abord attirés par les places financières qui offraient le plus de sécurité à leur placement dont l'aspect réparateur est un élément important, au contraire des investisseurs institutionnels qui eux, dotés des moyens de se défendre et de faire valoir leurs intérêts, recherchaient plus la liquidité des places financières<sup>15</sup>. En d'autres termes, outre l'aspect moral et équitable de la question, assurer l'indemnisation des victimes d'infractions boursières constitue un argument indéniable de compétitivité du marché boursier. C'est pourquoi des auteurs ont pu se demander s'il « ne conviendrait pas également de s'attacher à une morale plus « naturelle » qui prendrait davantage en considération les préjudices individuels des épargnants résultant des comportements illicites sur le marché », en opposition à une « morale artificielle » qui protège l'intégrité et la sécurité du marché contre les dommages qu'il pourrait subir<sup>16</sup>.

Il s'agit de déterminer quelle place pourrait occuper l'indemnisation des victimes d'infractions boursières en droit français et d'envisager les propositions susceptibles d'améliorer le sort des épargnants. Mais, avant cela, reste encore à étudier les obstacles existants en France qui expliquent l'absence de prise en compte de l'indemnisation des victimes de telles pratiques. Si la volonté répressive notamment administrative du droit français apparaît comme un facteur essentiel, d'autres raisons doivent être soulignées.

Deux grandes sources de blocage à la prise en compte de l'indemnisation des épargnants apparaissent. Au niveau individuel, la reconnaissance de leur préjudice par les

---

<sup>14</sup> COB rapport annuel, 1991, p.64

<sup>15</sup> C. Arsouze & P. Ledoux, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », *BJB*, juillet 2006, n°4, p.399

<sup>16</sup> B. Deffains & F. Stasiak, op. cit.

tribunaux se heurte aux mécanismes de droit commun de la responsabilité et du droit judiciaire privé tels que la jurisprudence les a interprétés (Chapitre 1). Ensuite, peut être mis en cause le déséquilibre de l'architecture du système de régulation français qui met en prise les émetteurs face à l'autorité de régulation boursière, laissant ainsi de côté les investisseurs isolés (Chapitre 2). Un tel constat n'étant pas jugé acceptable, il convient d'analyser les facteurs bloquant l'indemnisation des victimes d'infractions boursières afin de proposer des solutions plus adaptées à chaque situation.

## ***Chapitre 1 :***

### **Les obstacles juridiques à la prise en compte des victimes d'infractions boursières**

---

Prenant comme point de départ le rapport déposé par le Professeur Viandier constatant l'absence quasi-totale de réparation civile des dommages causés aux investisseurs, la question est de savoir : qu'en est-il exactement aujourd'hui près de quinze après ? Force est de constater que la situation n'a peu ou prou évolué. M. Robert relève ainsi que « la frustration des victimes s'est aggravée : la COB a prononcé des sanctions administratives de plus en plus nombreuses et dans 60% des cas relatives à des manquements à la bonne information du marché. Elles n'ont pas été dédommagées. La COB a renforcé la transparence et multiplié les observations publiques en cas de mauvaise information des épargnants. Ceux-ci savent donc par qui et dans quelle proportion ils ont été lésés avec la plus grande précision, mais jusqu'à ce jour, ils n'ont aucun moyen d'agir efficacement »<sup>17</sup>.

Les investisseurs sont confrontés à de multiples obstacles pour engager la responsabilité civile des acteurs sur le marché, qu'il s'agisse des émetteurs ou de leurs dirigeants. Que ce soit devant le juge civil ou les juridictions répressives, les mécanismes nés à la fois du droit commun de la responsabilité et du droit judiciaire privé, parfois renforcés par certaines spécificités du droit des sociétés, transforment toute action judiciaire engagée par un investisseur lésé en parcours du combattant.

Aux obstacles juridiques d'ordre substantiel (Section 1), se doublent des obstacles d'ordre procédural (Section 2), lesquels obstacles ne sont néanmoins loin d'être insurmontables et appellent à certains infléchissements.

#### ***Section 1 :***

##### **Les obstacles juridiques d'ordre substantiel**

---

Tandis que la loi, sans prendre en considération le déséquilibre flagrant entre d'un côté les investisseurs et de l'autre les acteurs professionnels intervenant dans les opérations d'appel public à l'épargne, ne prévoit aucun régime particulier applicable en matière boursière, la jurisprudence fait montre d'une grande sévérité.

---

<sup>17</sup> M. C. Robert, « La réparation civile des infractions financières », in *La criminalité d'argent*, Actes du colloque tenu à la première chambre de la Cour d'appel de Paris, le 14 novembre 2003, LGDJ, 2005

Aussi, convient-il d'étudier successivement les trois conditions requises pour engager la responsabilité civile en droit français, que sont le préjudice (A.), la faute (B.) et le lien de causalité (C.) et de mettre en valeur les difficultés que pose la matière boursière.

## A. LE PREJUDICE

Afin de tenter de caractériser au mieux le préjudice que peuvent subir les investisseurs à la suite d'infractions boursières, les deux grands types d'infractions doivent être distingués. Reprenant la distinction introduite par la directive n°2003/6/CE « abus de marché » du 28 janvier 2003, il convient d'étudier successivement les préjudices engendrés par les manipulations de marchés (1.) puis par les opérations d'initié (2.) avant de conclure sur la difficile évaluation de ces préjudices (3.).

### 1. En matière de manipulation de marché

La directive « abus de marché » regroupe, au sein des manipulations de marché, la diffusion d'informations fausses ou trompeuses et la manipulation de cours. Dans ces deux cas, il y a une volonté de fausser le fonctionnement régulier du marché pour influencer la variation de cours, même si à la différence de la manipulation de cours, la diffusion d'informations fausses ou trompeuses ne suppose pas une intervention directive sur le marché<sup>18</sup>. Malgré cette différence, il a pu être estimé qu'il fallait « un singulier effort d'imagination pour tenter de déceler la nature des manœuvres distinctes de l'information publique qui soient capables d'induire autrui en erreur dans ses décisions d'intervention sur le marché »<sup>19</sup>. Pour cette raison, le problème de caractérisation du préjudice est à envisager dans le même temps pour ces deux types de délits.

Conformément au droit commun de la responsabilité civile, le préjudice doit présenter plusieurs caractéristiques. Il doit être certain, personnel, direct et légitime<sup>20</sup>.

#### *a. Le caractère certain du préjudice : un possible infléchissement de la jurisprudence*

---

<sup>18</sup> H. de Vauplane & O. Simart, « La notion de manipulation de cours et ses fondements en France et aux USA », *RD bancaire & fin*, juillet-août 1996, n°56, p.158

<sup>19</sup> C. Freyria, « Les aspects répressifs de la réglementation boursière actuelle », *RD bancaire*, juillet-août 1988, n°8, p.113

<sup>20</sup> La condition de légitimité a été peu à peu abandonnée sur le fond à partir des années 1970, même si cette condition se retrouve sur le terrain procédural qui exige l'existence d'un intérêt légitime à agir (art. 31 NCPC)

La jurisprudence n'offre que de rares exemples de décisions admettant l'existence d'un préjudice individuel dont aucun n'est relatif aux manipulations de cours.

L'étude de la jurisprudence montre qu'en matière de délits boursiers, la détermination d'un préjudice par un éventuel demandeur n'est pas chose aisée. La première décision importante en la matière est l'arrêt du 15 mars 1993 par la Chambre criminelle de la Cour de cassation qui confirme l'arrêt du 15 janvier 1992 de la cour d'Appel de Paris dans l'affaire de la Société Générale de Fonderie<sup>21</sup>. La Cour pose une solution de principe. Elle estime que le préjudice subi par l'investisseur est le fait d'avoir acheté les actions à un cours supérieur à leur valeur réelle du fait de la diffusion de l'information fautive ou trompeuse. C'est également la solution retenue dans un autre arrêt de la cour d'appel de Paris en date du 18 décembre 1995<sup>22</sup> qui a octroyé réparation du préjudice pour les acquisitions de titres postérieures à la publication d'informations trompeuses. Dans une affaire plus récente<sup>23</sup>, cette fois devant le juge civil, une analyse identique a été retenue par les juges. L'actionnaire demandait la réparation du préjudice de la revente à perte des actions acquises après la publication d'un communiqué litigieux sur les résultats prévisionnels de l'émetteur. La cour retient comme préjudice le fait d'avoir acheté des actions à des conditions beaucoup trop onéreuses et les avoir revendues avec une moins-value substantielle.

En revanche, l'arrêt rendu par la cour d'appel de Paris rendu le 26 septembre 2003 dans l'affaire Flammarion<sup>24</sup> présente une particularité notable. En l'espèce, la société Flammarion avait publié un communiqué sur ses résultats semestriels dans un journal économique et un actionnaire, les jugeant défavorables, avait immédiatement vendu toutes ses actions. Cinq jours plus tard, la société avait alors annoncé la cession d'un bloc de titres majoritaires assortie d'une garantie de cours permettant de vendre les actions à un cours de bourse près de deux fois supérieur. La cour a considéré que la société avait ainsi commis une faute à l'égard

---

<sup>21</sup> CA Paris, 15 janvier 1992, 9<sup>e</sup> ch., *Banque & Droit*, novembre-décembre 1993, n°32, p.22, obs. F. Peltier ; *Gaz. Pal.*, 22-23 avril 1992, obs. J-P Marchi ; *Rev. Sociétés*, septembre 1992, obs. H. Hovasse ;

<sup>22</sup> CA Paris, 18 décembre 1995, affaire Landauer, *Banque & Droit*, juillet-août 1996, n°48, p. 35, obs. H. de Vauplane & F. Peltier ; *JCP E*, 1996, I, pan., 482. Confirmé par cass. crim., 15 mai 1997, *D. aff.*, 1997, p. 924

<sup>23</sup> CA Colmar, 14 octobre 2003, n°01-3432, 1<sup>ère</sup> ch. Civ., Pfeiffer c/ SA Eurodirect Marketing, *RJDA*, 2004, n°582, p. 535 ; *Droit & Patrimoine*, novembre 2004, n°131, obs. Poracchia ; *BJB*, juillet 2004, n°4, p.466, obs. G. Dolidon ; *PA*, 28 avril 2004, n°85, p.3, obs. F. Leplat ; Cass. com., 22 novembre 2005, n°03-20600, *Banque & Droit*, n°105, janvier-février 2006, obs. H. de Vauplane & F. Peltier ; *RJDA*, mars 2006, n°294, p. 267

<sup>24</sup> CA Paris, 26 septembre 2003, Soulier c/ Flammarion et a., *BJB*, janvier 2004, n°1, p. 43, obs. E. Dezeuze ; *BJS*, janvier 2004, n°1, p.84, obs. J-J Daigre ; *JCP E*, 6 mai 2004, n°19, 695, obs. G. Vries ; *Droit & Patrimoine*, novembre 2004, n°131, obs. Poracchia ; *RJDA*, février 2004, n°181, p.160, obs. ; *Banque & Droit*, janvier-février 2004, n°93, p.33

de l'actionnaire et qu'elle devait l'indemniser du préjudice constitué par la perte d'une chance de céder ses actions au prix de la garantie de cours, soit dans des conditions plus favorables.

Toutes ces jurisprudences s'appuient sur une distinction introduite par la chambre criminelle de la cour de cassation puis reprise par la chambre commerciale, qui se fonde sur le caractère certain du préjudice<sup>25</sup>. Cette distinction consiste à traiter différemment deux types de préjudices : celui résultant de l'acquisition ou de la vente des titres pendant la période de diffusion de l'information fausse ou trompeuse et celui résultant de la conservation des titres antérieurement acquis. Alors que pour le premier préjudice, la cour de cassation admet la réparation, elle l'exclut pour le second.

Cette distinction n'est cependant pas exempte de critiques en ce qu'elle conduit à priver certains actionnaires, ceux qui ne sont pas séparés de leur titre, du bénéfice de la réparation alors même que la diffusion de l'information fausse ou trompeuse a pu elle aussi guider leur comportement. Afin de remédier à ce problème, il semble que la notion de perte de chance<sup>26</sup> pourrait constituer un palliatif efficace. Généraliser l'utilisation de cette notion qui, en matière boursière, recouvrirait la chance de décider en pleine connaissance des risques encourus de conserver ou de ne pas conserver les instruments financiers détenus, présente certains avantages. Cette notion permettrait de prendre en compte l'aléa, élément si important en matière boursière. Par définition, une chance ne se réalise pas toujours. Mais l'existence de l'aléa ne lui retire pas toute réalité. Prendre en compte l'aléa aiderait à mieux déterminer le préjudice : tout investissement en bourse, s'il peut répondre à une information particulière, se fonde sur bien d'autres choix et ainsi la notion de perte de chance s'introduit parfaitement.

Un telle solution semble être en accord avec la jurisprudence actuelle de la cour de cassation en matière de perte de chance qui admet sa réparation<sup>27</sup>. Déjà bien introduite en droit positif<sup>28</sup>, la notion est encadrée par la jurisprudence de la cour de cassation et connaît certaines limites. D'une part, la chance doit être réelle et sérieuse, ce qui tend à exclure toute

---

<sup>25</sup> Cass. crim., 15 mars 1993, « seul le préjudice né de la différence de cours est certain et découle directement de l'infraction »

<sup>26</sup> G. Viney & J. Ghestin, *Les conditions de la responsabilité*, LGDJ, 3<sup>e</sup> éd., p.88 ;

<sup>27</sup> F. Terré, Y. Lequette, P. Simler, *Droit civil, Les obligations*, Dalloz, 8<sup>e</sup> éd., p.679 ; Exemples : cass. civ. 1<sup>ère</sup>, 7 juin 1989, Bull. civ. I, n°230, p.154, *Gaz. Pal.*, février 1990, somm. 355, obs. F. Chabas ; « La réalisation d'une chance n'est jamais certaine, il n'en demeure pas moins que le préjudice causé par la perte d'une chance présente un caractère direct et certain chaque fois qu'est constatée la disparition de la probabilité d'un élément favorable »

<sup>28</sup> Notion d'ailleurs consacrée par l'avant-projet de réforme du droit des obligations et du droit de la prescription menée par le Professeur Catala à l'article 1346 « la perte d'une chance constitue un préjudice réparable distinct de l'avantage qu'aurait procuré cette chance si elle s'était réalisé »

chance trop hypothétique. D'autre part, il doit être tenu compte dans l'évaluation des dommages et intérêts de l'aléa qui affecte la réalisation d'une chance perdue.

En matière boursière, une récente affaire<sup>29</sup> fait figure d'espoir et traduit une tendance nouvelle plus favorable aux actionnaires. Dans cette affaire, les juges admettent que le préjudice puisse découler de la conservation des titres. Cette solution assimile clairement le préjudice de l'actionnaire amené à acquérir ou à conserver ses titres sur la foi de comptes ou d'informations trompeurs à une perte de chance. Le préjudice se situe dans la privation de l'opportunité de mieux investir son argent. Le tribunal ne manque pas de rappeler le caractère spéculatif du cours des actions cotées en bourse et la notion de risque (d'aléa) inhérente à tout investissement. La portée de cette solution est encore incertaine, les prévenus ayant immédiatement fait appel. Espérons que la cour d'appel confirme le raisonnement.

Si, malgré toutes ces difficultés, la victime d'une manipulation de marché parvient à démontrer le caractère certain du préjudice, encore faut-il que soit démontré le caractère personnel du préjudice, ce qui se heurte à des mécanismes propres au droit des sociétés.

#### ***b. Le caractère personnel et distinct du préjudice***

Malgré les critiques persistantes et les propositions de la doctrine, la jurisprudence actuelle fait montre d'une très grande sévérité quant à l'appréciation du préjudice individuel de l'actionnaire.

La jurisprudence refuse d'indemniser séparément le préjudice invoqué par un associé dès lors qu'il ne se singularise pas du préjudice social. A la suite d'une importante évolution jurisprudentielle<sup>30</sup>, la cour de cassation estime aujourd'hui qu'il y a une incompatibilité absolue entre l'existence d'un préjudice social et l'exercice de l'action individuelle. Le préjudice de l'associé n'est que le corollaire du préjudice social qui l'absorbe complètement. Le préjudice résultant de la dépréciation des actions ou la baisse du cours des actions apparaît ainsi comme le corollaire du préjudice social. Cette solution d'abord affirmée par les juridictions civiles<sup>31</sup> a été ensuite reprise par les juridictions répressives par un revirement

---

<sup>29</sup> T. corr. Paris, 12 septembre 2006, n°0018992026, *BJS*, janvier 2007, n°1, p.119, note J-F. Barbiéri ; *BJB*, janvier 2007, n°1, p. 37, note E. Dezeuze ; *D.* 2006, n°36, p.2522, note D. Schmidt

<sup>30</sup> Cass. civ., 26 novembre 1912, *DP*, 1913, 1, p.377, obs. E. Thaller ; Cass. req., 30 septembre 1940, *Gaz. Pal.*, 1940, 2, 169

<sup>31</sup> Cass. com., 26 janvier 1970, *JCP G*, 1970, II, n°16385, obs. Y. Guyon ; Cass. com. 18 juillet 1989, *Défrénois*, 1990, art. 34788, n°5, p. 633, obs. J. Honorat ; Cass. com., 1<sup>er</sup> avril 1997, *BJS*, 1997, p. 650, §248, obs. J-F Barbiéri ; Cass. com., 15 janvier 2002, *BJS*, 2002, p. 689, § 155, obs. S. Sylvestre



remarqué consacré par deux arrêts<sup>32</sup>. Seuls les préjudices résultant du non-respect des droits individuels de l'associé peuvent désormais donner lieu à une indemnisation individuel<sup>33</sup>.

Une telle sévérité<sup>34</sup> ne manque pas d'engendrer des critiques que ce soit du législateur ou de la doctrine.

Plusieurs projets d'amendements ont été proposés par le législateur<sup>35</sup>. Mais aucun n'a été pour l'instant retenu en raison de la crainte d'une recrudescence des actions contentieuses émanant d'actionnaires individuels<sup>36</sup>.

La doctrine a elle aussi formulé de nombreuses critiques face à l'interprétation stricte de la jurisprudence et a pu proposer des solutions innovantes<sup>37</sup>. D'aucuns ont souligné l'utilité du recours à la notion de victime par ricochet. En droit des obligations, il est désormais établi que « si la réparation du dommage est subordonnée au caractère direct de celui-ci, il ne faut pas en déduire que d'autres personnes que la victime immédiate du dommage ne peuvent pas, elles aussi à titre personnel, se prévaloir à l'égard de l'auteur de l'accident, des dommages qui en résultent pour elles »<sup>38</sup>. En pareil cas, bien que l'on parle de préjudices par ricochet, on doit considérer que ces victimes se prévalent à titre personnel (ou propre) de préjudices directs dont elles peuvent obtenir la réparation. Plusieurs auteurs ont alors mis en exergue l'analogie qu'il pouvait exister avec le droit des sociétés. « Ne pourrait-on pas considérer que l'action individuelle de l'associé ou de l'actionnaire serait fondée à être admise, malgré l'existence parallèle de préjudices affectant la personne morale, car le préjudice économique de l'associé rentrerait alors dans la catégorie des préjudices réfléchis ? »<sup>39</sup>. Ainsi, selon le Professeur Honorat, le préjudice de l'associé entre dans la catégorie des préjudices réfléchis ou par ricochet : « De même que les proches parents d'une personne décédée accidentellement sont personnellement affectés (...) par sa mort, l'atteinte au patrimoine social consécutive à une mauvaise gestion se répercute sur les droits des associés, dont les actions baissent. Si la

---

<sup>32</sup> Cass. crim. 13 décembre 2000, affaire Léornaduzzi, complété par cass. crim., 13 décembre 2000, affaire Bourgeois, *D.* 2001, p. 926, obs. M. Boizard ; *JCP E*, 2001, p. 1138, obs. J-H Robert ; *BJS*, 2001, p. 497, §124, p. 498, §125, p. 499, §126, note J-F. Barbiéri

<sup>33</sup> Non-respect des droits de vote, du droit à l'information et du droit aux dividendes

<sup>34</sup> Comp. Cass. com., 28 juin 2005 qui peut faire figure d'infléchissement

<sup>35</sup> Avis n°772 présenté par M. Ph. Houillon, au nom de la commission des Lois de l'Assemblée nationale, 8 avril 2003 ; amendement n°29 ; Finalement rédigé comme suit à l'article 82 bis « Le début de la première phrase de l'article L. 225-252 du code de commerce est ainsi rédigé : « Outre l'action en réparation du préjudice propre subi personnellement, distinct du préjudice social, les actionnaires... (le reste sans changement) » ; n°1270, Rapport d'information déposé le 2 décembre 2003 sur la réforme du droit des sociétés

<sup>36</sup> Avis de sa commission des finances et de son rapporteur, Ph. Marini, loi de sécurité financière

<sup>37</sup> F. Bélot, « Le préjudice économique de l'associé victime de la dépréciation de ses titres », *PA*, 26 avril 2006, n°83, p. 6 ; « Pour une reconnaissance de la notion de préjudice économique en droit français », *PA*, 28 décembre 2005, n°258, p.8

<sup>38</sup> F. Terré, P. Simler, Y. Lequette, op. cit, p. 689, §711

<sup>39</sup> F. Bélot, op. cit

demande de dommages-intérêts est reconnue recevable dans la première de ces hypothèses, il n'y a donc pas de raison de l'écartier dans la seconde »<sup>40</sup>. Mais ce raisonnement ne fait pas l'unanimité et plusieurs auteurs s'y montrent opposés. Selon eux, ce raisonnement tend à évacuer le risque de l'associé inhérent aux aléas de la vie sociale et entretient le risque d'ouvrir largement les portes de l'action individuelle<sup>41</sup>.

En tout état de cause, il semble opportun de dénoncer l'incohérence dont fait parfois preuve la jurisprudence de la chambre commerciale face aux différentes hypothèses de dommage réfléchi et qui illustre<sup>42</sup> « les incertitudes d'une jurisprudence qui, depuis fort longtemps, hésite entre reconnaître une véritable autonomie au dommage par ricochet et le traiter comme un simple reflet du dommage initial »<sup>43</sup>.

Face à cette conception restrictive du préjudice individuel réparable de l'actionnaire, seule l'action *ut singuli*<sup>44</sup> est ouverte aux actionnaires lésés. Pourtant cette action paraît d'une efficacité limitée à l'égard des intérêts en jeu. L'obstacle majeur de l'exercice de cette voie est sans aucun doute le fait que la charge financière soit assumée par l'actionnaire ou le groupe demandeur. Cet obstacle s'explique par la nature même de cette voie qui est de servir les intérêts de la société et à plus long terme ceux des actionnaires. L'action *ut singuli* permet de reconstituer le patrimoine social et offre à l'actionnaire fidèle la chance de voir le cours de ses actions remonter. A terme, « le préjudice n'est pas certain »<sup>45</sup>. N'est-ce pas oublié alors que s'il est vrai que le préjudice subi par les actionnaires est indirect, ils subissent un préjudice propre, ne serait-ce que « du seul fait du délai courant entre le jour de la décision dommageable et la réparation du dommage social »<sup>46</sup>.

Que ce soit par l'utilisation de la notion de victime par ricochet ou par d'autres voies, et en raison de la relative inadéquation de l'action sociale aux intérêts en présence, une évolution jurisprudentielle est souhaitable afin de permettre de caractériser un préjudice individuel aux actionnaires et ainsi d'assurer la prise en compte du préjudice des actionnaires victimes d'infractions boursières qui constatent eux aussi une dépréciation de leurs titres.

---

<sup>40</sup> Obs. J-H Honorat, sous Cass. com., 18 juillet 1989, *Défrénois*, 1990, 633

<sup>41</sup> A. Couret, « Interrogations autour de la réparation du préjudice individuel de l'actionnaire », *RJDA*, mai 1997, p.391

<sup>42</sup> Cass. com. 1<sup>er</sup> avril 1997, op. cit. ; Cass. com., 18 février 1997, *BJS*, 1997, p. 408, §173, note J-J. Daigre ; *BRDA*, mai 1997, p.5

<sup>43</sup> Obs. J-F Barbiéri, sous cass. com. 1<sup>er</sup> avril 1997, préc.

<sup>44</sup> Avis de sa commission des finances et de son rapporteur, Ph. Marini, loi de sécurité financière

<sup>45</sup> R. Vatinet, « La réparation du préjudice causé par la faute des dirigeants sociaux, devant les juridictions civiles », *Rev. Soc.*, 2003, p. 247

<sup>46</sup> D. Schmidt, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, éd. Joly, 1999

Au regard des incertitudes et insuffisances du droit positif, des évolutions sont elles aussi souhaitables concernant la preuve du préjudice.

### *c. La preuve incertaine du préjudice*

La caractérisation du préjudice en matière de manipulations de marché se heurte en droit positif à d'importantes difficultés en raison d'une part des incertitudes soulevées par la jurisprudence et d'autre part à l'absence d'intégration de la théorie financière de fraude au marché dans le raisonnement juridique.

En matière de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, l'information litigieuse doit être de nature à agir sur les cours<sup>47</sup>. Les difficultés de preuve se concentrent sur l'incidence de l'information sur le cours et non sur le caractère faux ou trompeur de l'information qui est relativement aisé à caractériser. Comment établir que, si le cours a varié, c'est parce que les opérateurs ont intégré la fausse information ?<sup>48</sup> ; le plaignant « doit-il établir que c'est l'information trompeuse qui a décidé son intervention sur le marché ? Ou suffit-il d'établir que, le cours ayant été faussé par la fausse information, le plaignant a nécessairement perçu ou payé un prix artificiel ? Dans cette seconde approche, on retient que l'information ayant altéré le cours est frauduleuse du seul fait de cette altération et alors même que le plaignant n'aurait pas eu connaissance de cette information avant son intervention sur le marché ». Aucune réponse nette n'est apportée par la jurisprudence. Il semble que la jurisprudence cherche la preuve que l'information litigieuse en elle-même, en étant publiée, était de nature à influencer le cours<sup>49</sup>. La double démonstration imposée ne manque pas de soulever de difficultés en matière boursière, tant un cours de bourse répond à diverses variables. Ici apparaît l'intérêt de l'utilisation d'une notion comme la perte de chance. Le préjudice s'analyse en la perte d'une chance d'arbitrer en connaissance de cause, il n'y a pas lieu de démontrer et de chiffrer les moins-values subies par les plaignants. Tous les

---

<sup>47</sup> art. L 465-2 c. com. fin.

<sup>48</sup> D. Schmidt, op. cit.

<sup>49</sup> TGI Paris, 10 juin 1994, *PA*, 7 décembre 1994, n°146, « c'est donc en pleine connaissance, tout à la fois, de l'impact boursier des informations livrées au public et de la nécessité impérieuse de freiner le mouvement de baisse (...) que M. Landauer a (...) diffusé des indications qu'il savait trompeuse »

actionnaires, qu'ils réalisent des moins ou des plus values subissent un préjudice établi par le seul fait de l'atteinte à leur liberté d'arbitrer<sup>50</sup>.

La preuve du préjudice résultant de manipulations de marché se heurte à des obstacles également en raison de l'absence d'intégration de la théorie financière « Fraud-on-the-market-theory »<sup>51</sup> qui découle de la théorie de l'efficacité informationnelle, développée aux Etats-Unis<sup>52</sup>.

Selon la théorie économique<sup>53</sup>, le marché doit intégrer l'information relative à un bien et la transformer ensuite en un prix qui déterminera ultérieurement l'équilibre entre l'offre et la demande. Les prix des actifs reflètent, toute l'information disponible. Cette théorie a été transposée dans l'ordre juridique sous le nom de « fraud-on-the-market-theory ». La théorie repose sur le principe selon lequel l'investisseur peut faire confiance dans le prix du marché d'un titre en tant qu'il reflète la vraie valeur de celui-ci. Sur le fondement d'une présomption de « reliance »<sup>54</sup>, les investisseurs qui acquièrent des instruments financiers à un prix qui intègre une information fautive ou trompeuse ou qui n'intègre pas toutes les informations disponibles subissent un préjudice, sans qu'ils doivent apporter la preuve du caractère déterminant de cette information dans leur décision.

En France, du fait de la focalisation du droit français sur le caractère immoral de cette infraction et non sur son caractère économique<sup>55</sup>, et « en l'absence d'intégration de la théorie financière de fraude au marché, les tribunaux ont du mal à caractériser l'atteinte au jeu naturel de l'offre et de la demande »<sup>56</sup>. Une évolution est néanmoins envisageable avec l'adoption de la directive « abus de marché » du 28 janvier 2003 qui envisage les manipulations de marché comme des « altérations au marché »<sup>57</sup> et non comme des tromperies. L'accent serait alors mis sur le caractère économique de ces infractions. Cependant reste à savoir si une telle évolution s'avèrerait favorable aux victimes de tels agissements puisque l'altération au marché ne semble faire qu'une victime, le marché lui-même.

---

<sup>50</sup> D. Schmidt, note sous T. corr. Paris, 12 septembre 2006, préc.

<sup>51</sup> H. de Vauplane & O. Simart, op. cit.

<sup>52</sup> B. Lev & M. de Villiers, « Stocks prices crashes and 10-b (5) Damages : a Legal Economic and Policy Analysis », 47 *Stan. L. Rev.*, novembre 1994, n°7

<sup>53</sup> E.F. Fama, « Efficient Capital Markets : a review of theory and empirical work », 25 *J. Fin.*, 383, 1970

<sup>54</sup> Reliance : présomption de confiance ; US Supreme Court, *Affiliated Utc Citizens of Utah v. United States*, 406 US 128, (1972) ; *Mills v. Electric Auto-Lite Co.*, 396 US, 375 (1970) ; US Supreme Court, *Chris-Craft Industries v. Piper Aircraft Corp.*, 430 US 1 (1977)

<sup>55</sup> H. de Vauplane & O. Simart, op. cit.

<sup>56</sup> H. de Vauplane & O. Simart, op. cit.

<sup>57</sup> D. Schmidt, op. cit.

Si la détermination du préjudice en matière de manipulations de marché s'avère être une tâche ardue, elle semble relever de l'impossible en matière de délit d'initié.

## **2. En matière de délit d'initié**

En raison des difficultés conceptuelles même à déterminer exactement les victimes de telles opérations, l'état du droit positif reste incertain.

### ***a. Le débat sur la notion même de victimes***

Les opérations d'initié ont la singularité de faire naître une question particulière : à qui exactement de telles opérations préjudicient-elles ? Au marché lui-même, aux investisseurs ? Ou la répression ne se fonde-t-elle uniquement sur des impératifs de moralité.

Les directives européennes adoptées en matière de délits d'initiés<sup>58</sup> se concentrent sur la protection du marché. D'aucuns ont ainsi pu affirmer que « le trouble qui résulte de l'infraction touche les intérêts généraux de la société, et de ce fait la réparation ne peut en être assurée que par l'action publique : la commission du délit d'initié ne crée pas de préjudice pour les porteurs de titre, d'autant plus que ce délit a un fondement moral et non économique »<sup>59</sup>. Annotant l'affaire Société Générale de Fonderie, le Professeur Hovasse déclare « on aperçoit mal comment le délit d'initié pourrait donner prise à une demande en réparation de la part d'opérateurs, car ce délit ne cause aucun préjudice.(...) Si un initié titulaire d'informations boursières se porte acquéreur, il va tirer les cours vers le haut et toute la communauté des opérateurs en bénéficie. (...) Le même raisonnement pourrait être conduit en sens inverse lorsque l'initié est titulaire d'informations défavorables »<sup>60</sup>. Ce raisonnement ne pourrait-il pas être discuté ? La victime qui a conservé des titres antérieurement acquis en raison de la hausse artificielle du cours résultant de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses sur la situation de l'émetteur n'aurait sûrement pas agi de la sorte si les informations n'avaient été pas été publiées. On a vu précédemment que grâce à la notion de perte de chance, un tel préjudice pourrait être réparable. « Pourquoi ne pas retenir un

---

<sup>58</sup> Directive n°89/582/CEE, 13 novembre 1989, sur les opérations d'initiés remplacée par Directive n°2003/6/CE, 28 janvier 2003 sur les abus de marché, « Considérant que les opérations d'initiés (...) peuvent de ce fait porter atteinte au bon fonctionnement du marché »

<sup>59</sup> H. de Vauplane & O. Simart, « Délits boursiers : propositions de réforme », *Rev. Dr. Banc. et Bourse*, mai-juin 1997, n°61, p.85

<sup>60</sup> CA Paris, 15 janvier 1992, obs. H. Hovasse, op. cit.

raisonnement similaire en matière de délit d'initié : l'épargnant aurait-il conservé ses titres si l'information privilégiée avait été publique ? Dans ces différentes hypothèses, ne peut-on pas caractériser la perte certaine d'une chance sérieuse de pouvoir revendre les titres en limitant les pertes ? »<sup>61</sup>. Ceci étant dit, l'état actuel de la jurisprudence laisse peu d'espoir aux investisseurs lésés en ce que leur préjudice paraît encore moins certain.

En revanche, on peut s'interroger sur le fait de savoir si le marché, lui, subit un préjudice du fait des opérations d'initiés. En rapprochant le titre de sa valeur réelle, l'opération d'initiés contribue à rétablir le bon fonctionnement en rétablissement l'efficacité informationnelle. Mais une telle conception est limitée en ce qu'elle omet de prendre en compte la perte de confiance qui s'installe dans l'esprit des investisseurs, ce qui conduit à une réduction de l'investissement sur ce marché<sup>62</sup>. En d'autres termes, l'opération d'initié s'oppose à l'efficacité parce qu'elle diminue le niveau d'investissement et le profit des non-initiés<sup>63</sup>.

L'état actuel du droit positif reflète parfaitement ces controverses théoriques. La jurisprudence a peu abordé la question de savoir à quelles personnes un délit d'initiés pouvait préjudicier. Dans l'affaire de la Société Générale de Fonderie, la cour d'appel de Paris s'est contentée de relever que les parties civiles n'avaient réclamé aucune réparation du chef des délits d'initiés pour lesquels les prévenus étaient également poursuivis<sup>64</sup>.

Un arrêt récent de la chambre criminelle donne un éclaircissement intéressant. Par un arrêt du 11 décembre 2002<sup>65</sup>, la chambre casse une décision de la chambre d'instruction de la cour d'appel de Paris en date du 15 juin 2001 qui avait déclaré irrecevable la constitution de partie civile du chef de délit d'initiés en estimant que l'utilisation d'informations privilégiées, « si elle peut porter atteinte au fonctionnement normal du marché, ne cause par elle-même aucun préjudice personnel et direct aux autres actionnaires de la société ni à la société elle-même ». La cour de cassation censure ce raisonnement et affirme que « à le supposer établi, le délit d'initié est susceptible de causer un préjudice personnel direct aux actionnaires ». Cette solution est à relativiser. Il s'agissait pour la cour de cassation de se prononcer sur la

---

<sup>61</sup> B. Deffains & F. Stasiak, *op. cit.*

<sup>62</sup> B. Deffains & F. Stasiak, *op. cit.*

<sup>63</sup> L.M. Ausubel, « Insider trading in a rational expectations economy », *Am. Eco. Rev.*, décembre 1990, vol. 80, p.1022, cité in H. de Vauplane & C. Denoun, « Les justifications de la lutte pénale contre les opérations d'initiés », *PA*, 28 mars 1994, n°37

<sup>64</sup> CA Paris, 15 janv. 1992, préc.

<sup>65</sup> Cass. crim., 11 décembre 2002, Bull. crim. N°224 ; *BJB*, 2003, p.149, §23, note F. Stasiak ; *BJS*, 2003, p.437, § 87, note E. Dezeuze

recevabilité d'une constitution de partie civile devant une juridiction d'instruction, ce qui répond à des règles particulières de procédure pénale<sup>66</sup>. Malgré cette nuance, il demeure qu'a été affirmée la possibilité d'un préjudice causé à l'actionnaire par le délit d'initié. Cette solution a été confirmée récemment dans l'affaire Sidel<sup>67</sup>. En l'espèce, les juges ont admis la constitution de partie civile des actionnaires qui réclamaient réparation du préjudice subi en conséquence de différentes infractions dont les délits d'initié. Mais faut-il encore relever comme l'annotateur<sup>68</sup>, qu'« affirmer qu'un délit d'initié peut causer un préjudice personnel et direct à l'actionnaire est une chose, caractériser ou évaluer ce préjudice en est une autre ». Cette difficulté est révélée par cette affaire : le faible nombre d'actions Sidel achetées et revendues par les prévenus n'était pas susceptible d'avoir eu d'impact sur le cours ; dès lors les parties civiles ne pouvaient se prévaloir d'aucun préjudice lié aux infractions d'initié. En d'autres termes, le préjudice en matière de délit d'initié découlerait de l'impact des opérations sur le prix du titre. Cette solution suscite plusieurs critiques<sup>69</sup>. Seuls les investisseurs qui ont passé un ordre d'achat ou de vente concomitant à l'ordre de l'initié seraient susceptibles de subir un préjudice. Dans cette hypothèse qui restreint déjà largement le cercle des actionnaires potentiellement victimes, l'opération réalisée par l'initié aura eu un impact sur le prix de la transaction dont l'investisseur est contrepartie (le préjudice est alors dit « de contrepartie ») ou alors l'opération d'initié aura interdit à l'investisseur de voir son ordre exécuté<sup>70</sup>. Encore faut-il préciser qu'en raison des mécanismes même du marché boursier et des règles d'intermédiation et de compensation, il semble bien « impossible pour tel ou tel porteur de titres de soutenir qu'il a été la contrepartie de l'initié. Le marché dissout, en quelque sorte, les victimes potentielles des opérations d'initiés »<sup>71</sup>. En effet, « si les auteurs du délit sont identifiables, la victime ne l'est pas, ou plus exactement elle l'est dans sa composante la plus large, puisqu'il s'agit de la masse des investisseurs »<sup>72</sup>.

Aussi peut-on constater que le droit positif le plus récent se montre lui aussi favorable à la réparation du préjudice individuel subi du fait d'opérations d'initié, même si de nombreuses difficultés quant à la caractérisation du dommage subsistent encore.

---

<sup>66</sup> Cf Infra, Chap. 1, Section 2, B

<sup>67</sup> T. corr. Paris, 12 septembre 2006, préc.

<sup>68</sup> E. Dezeuze, note sous Cass. crim., 11 décembre 2002, préc.

<sup>69</sup> E. Dezeuze, note sous Cass. crim. 11 décembre 2002, préc.

<sup>70</sup> C. Sonntag, « Préjudices et sanctions des infractions d'initié : approche juridique et économique », in *L'organisation des dispositifs spécialisés de lutte contre la criminalité économique et financière en Europe*, dir. B. Deffains & al., coll. de la Faculté de Droit et des Sciences sociales de Poitiers, 2004, p.111

<sup>71</sup> E. Dezeuze, note sous cass. crim. 11 décembre 2002, préc.

<sup>72</sup> J-P. Bornet & H. de Vauplane, *Droit des marchés financiers*, Litec, 2001, 3è éd., spec. n°1007, p.902

Les difficultés liées à la caractérisation du préjudice ont un impact sur son évaluation monétaire.

### **3. La difficile évaluation du préjudice**

La question de l'évaluation du préjudice en matière boursière ne donne lieu à aucune réponse de principe en l'état de la jurisprudence, que ce soit en matière de manipulations de marché que de délits d'initié.

#### *a. En matière de manipulations de marché*

L'étude des rares arrêts octroyant l'indemnisation des préjudices résultant de diffusion d'informations fausses ou trompeuses révèle les incohérences de l'état actuel de la jurisprudence.

Lorsque les juridictions raisonnent à partir de la certitude d'un préjudice<sup>73</sup>, certaines d'entre elles décident de fixer le montant des réparations civiles de manière forfaitaire, sans rechercher l'impact de la fausse information sur le cours de bourse<sup>74</sup>. Cette solution laisse perplexe. En effet, grâce à la théorie économique, au moyen d'une expertise, il est possible de chiffrer le montant exact du préjudice. A défaut, il est toujours possible de raisonner à partir du modèle adopté dans d'autres affaires qui consiste à évaluer le montant du préjudice par rapport à la différence de cours entre la valeur normale du cours et la valeur après la diffusion de la fausse information<sup>75</sup>. Cette analyse présente cependant certains inconvénients puisqu'« elle ne tient pas compte de la déformation opérée par l'information fausse ou la manipulation sur le cours du titre avant sa découverte ; la différence de cours n'est en effet pas uniquement due à la diffusion de la fausse information (ou à la manipulation) »<sup>76</sup>. Enfin, il faut noter que les juges, raisonnant sur la certitude du préjudice, oublie parfois de prendre en compte le caractère nécessairement aléatoire de tout investissement en bourse<sup>77</sup>.

---

<sup>73</sup> Affaire Eurodirect Marketing, préc. ; Affaire Société Générale de Fonderie, préc. ; Affaire Landauer, préc. ; TGI Paris, 11<sup>e</sup> ch., 17 décembre 1997, Piette et autres c/ Comptoir des Entrepreneurs, *BJS*, mai 1998, n°5, p. 485, note N. Rontchevsky, Cass. crim. 29 novembre 2000, n°99-80324, *BJS*, avril 2001, n°4, p. 407, note J-D. Belot

<sup>74</sup> Affaire Landauer, préc.

<sup>75</sup> Cass. crim. 15 mars 1993, préc.

<sup>76</sup> H. de Vauplane & O. Simart « Délits boursiers : propositions de réforme », op. cit.

<sup>77</sup> Affaire Eurodirect Marketing, préc. ; Affaire Comptoir des Entrepreneurs, préc.



Au contraire, lorsque les juridictions décident de fonder leur décision sur la notion de perte de chance<sup>78</sup>, elles ont l'obligation de prendre en compte l'aléa pour évaluer le préjudice subi et en limiter la réparation. Dans l'affaire Flammarion, la cour a octroyé aux demandeurs une indemnisation partielle de la différence entre la valeur de l'action à la vente et celle de l'action pendant la garantie de cours. D'aucuns peuvent regretter cette solution car, si elle permet une protection minimale des actionnaires victimes, elle peut décevoir en ce qu'elle rejette l'utilisation de l'analyse économique pour apprécier l'existence puis le montant des réparations<sup>79</sup>.

D'où, que ce soit par le recours à l'analyse économique et notamment la théorie de la fraude au marché ou par l'utilisation de la notion de perte de chance, il est certain que la jurisprudence actuelle peut gagner en cohérence et en qualité.

### ***b. En matière de délit d'initié***

En matière de délit d'initié, force est de constater que l'état de la jurisprudence est encore moins satisfaisant.

La première raison vient sans nul doute de la rareté de la jurisprudence en la matière. La question avait été éludée dans l'affaire Société Générale de Fonderie<sup>80</sup> en ce qu'aucune constitution de partie civile n'avait été faite pour réclamer réparation du chef de délit d'initié. De même, en admettant par son arrêt du 11 décembre 2002 la recevabilité de la constitution de partie civile et en cassant l'arrêt d'appel<sup>81</sup>, la chambre criminelle de la cour de cassation n'avait donné aucune précision sur l'évaluation possible du préjudice. La solution adoptée dans l'affaire Sidel<sup>82</sup> peut laisser perplexe et témoigne des difficultés de caractérisation et donc d'évaluation d'un préjudice résultant d'opérations d'initiés. Les juges du premier degré refusent d'octroyer une indemnisation parce que le nombre relativement faible d'actions Sidel achetées et revendues n'était pas susceptible d'avoir eu d'impact sur le cours et que les parties civiles ne pouvaient dès lors se prévaloir d'aucun préjudice lié aux infractions d'initié. Selon cette analyse, le préjudice résultant d'opérations d'initiés naîtrait de l'impact sur le cours de bourse ; ainsi son évaluation pourrait correspondre à la différence de cours entre la valeur normale du titre et la valeur du titre après l'opération d'initiés. Une telle solution peut

---

<sup>78</sup> Affaire Sidel, préc. ; Affaire Flammarion, préc.

<sup>79</sup> E. Dezeuze, note sous T. corr. 12 septembre 2006, préc.

<sup>80</sup> Affaire Société Générale de Fonderie, préc.

<sup>81</sup> Cass. crim., 11 décembre 2002, préc.

<sup>82</sup> Préc.

surprendre puisqu'au contraire des manipulations de marché, les opérations d'initiés auront tendance à rapprocher le titre de sa vraie valeur, selon la théorie de l'efficience informationnelle. Solution d'autant plus paradoxale que le tribunal ne caractérise pas l'impact sur le cours des deux autres délits, en raisonnant à partir de la perte de chance.

Certes l'attitude favorable de la cour de cassation qui ouvre la constitution de partie civile aux victimes d'une telle infraction œuvre sans nul doute à la moralisation des marchés en ce qu'elle protège les investisseurs et non seulement l'investissement, pourtant cette solution est-elle satisfaisante tant le préjudice subi reste contestable ?

### *c. Une difficulté propre à la matière boursière*

Au regard des difficultés rencontrées dans l'évaluation monétaire du préjudice résultant d'infractions boursières, un élément doit être souligné. De nombreux obstacles semblent naître du domaine boursier même.

Dans de nombreuses hypothèses, la détermination des dommages ressentis suppose la comparaison entre deux cours de bourse et notamment la caractérisation de l'impact sur ce cours de bourse de l'opération d'initié, de la fausse information voire de la manipulation. Mais comment évaluer exactement la variation de cours des instruments financiers concernés induite par la commission de l'infraction boursière ?<sup>83</sup> Le cours de bourse varie en fonction de très nombreux facteurs qui lui sont étrangers. Il peut s'agir des recommandations d'analystes, des anticipations des investisseurs, des rumeurs de marchés, de la publication de résultats ou de prévisions voire même d'une situation économique globale. La multiplicité des variables agissant sur un cours de bourse est ainsi à l'origine de critique du modèle américain d'évaluation des dommages-intérêts. Se fondant sur la théorie économique, les tribunaux américains considèrent que le prix du titre juste après la découverte de la fraude reflète sa vraie valeur. Ils procèdent alors à la comparaison de cette valeur avec le cours de bourse du titre pendant toute la période de la fraude et en multipliant cette différence par le nombre de titres achetés ou vendus, ils obtiennent le montant du préjudice<sup>84</sup>. Or, cette analyse ne prend justement pas en compte les autres variables qui entrent dans la fixation du cours de bourse, notamment « l'effet krach »<sup>85</sup>.

---

<sup>83</sup> C. Arsouze & P. Ledoux, op. cit.

<sup>84</sup> H. de Vauplane & O. Simart, « La notion de manipulation de cours », op. cit.

<sup>85</sup> H. de Vauplane & O. Simart, « Délits boursiers : propositions de réforme », op. cit.

A la condition de l'existence d'un préjudice réel, direct et certain, s'ajoutent pour engager la responsabilité d'une personne en droit français deux conditions supplémentaires : une faute et un lien de causalité unissant la faute et le préjudice.

## **B. L'EXIGENCE D'UNE FAUTE ET D'UN LIEN DE CAUSALITE**

Ces deux exigences soulèvent d'importants problèmes de caractérisation pour les investisseurs lésés qui cherchent à obtenir réparation.

### **1. L'exigence d'une faute**

Le comportement fautif couvre les actes répréhensibles commis par les dirigeants, ce qui peut entraîner la mise en cause de la responsabilité de la personne morale émettrice.

#### ***a. La faute des dirigeants***

Découlant des règles du droit des sociétés telles qu'interprétées par la jurisprudence, les victimes d'infractions boursières se heurtent à des obstacles conséquents lorsqu'elles cherchent à mettre en cause la responsabilité des dirigeants.

La chambre commerciale de la Cour de cassation pour admettre la mise en cause personnelle des dirigeants d'une personne morale exige que soit démontrée l'existence d'une « faute séparable » des fonctions du dirigeant en cause<sup>86</sup>. Un arrêt récent a apporté une importante précision en définissant la faute détachable comme « le fait pour un dirigeant de commettre intentionnellement une faute d'une particulière gravité incompatible avec l'exercice des fonctions sociales »<sup>87</sup>.

Ce principe s'exerce pour la responsabilité du dirigeant social à l'égard des tiers. Or, cette règle est appliquée aux actions en responsabilité engagées par des actionnaires de la société. La distinction utilisée semble être « celle entre l'action en responsabilité engagée par la société contre son dirigeant, dont la responsabilité est susceptible d'être engagée pour toute faute de gestion ou toute violation de la loi ou des statuts, et l'action en responsabilité engagée contre le mandataire social par toute personne (fût-elle actionnaire), qui ne

---

<sup>86</sup> Cass. com., 20 octobre 1988, *D. aff.*, 7 janvier 1999, n°143, p.41 ; *BJS*, 1999, §19, p.88, note J-F. Barbière

<sup>87</sup> Cass. com., 20 mai 2003, *Bull. civ. IV*, n°84 ; *BJS*, 2003, § 167, p. 786, note H. Le Nabasque ; *D. aff.*, 2003, p.1502, obs. A. Lienhard ; *RTD com.*, 2003, p.523, obs. J-P. Chazal & Y. Reihard ; *Rev. sociétés*, 2003, p.479, note J-F. Barbière

prospèrera que si le dirigeant a commis une faute séparable de ses fonctions »<sup>88</sup>. Cette solution a été appliquée dans l'affaire Flammarion<sup>89</sup>. Les demandeurs à l'action cherchaient à engager la responsabilité du mandataire social sans démontrer la faute détachable par analogie avec la responsabilité encourue par les dirigeants d'une société en cas de violation d'un règlement de la COB. En effet, plusieurs arrêts ont affirmé que le prononcé de sanctions administratives à l'égard du dirigeant de la personne morale émettrice n'est pas subordonné à la démonstration d'une faute séparable de ses fonctions<sup>90</sup>. Ce raisonnement a été rejeté par la Cour d'appel qui refuse toute assimilation entre la responsabilité civile et la sanction éventuelle du comportement fautif par le régulateur boursier<sup>91</sup>. Ne pouvait-on pas néanmoins considérer que la faute du dirigeant, qui sciemment, publie une information trompeuse sur le marché est une faute séparable de ses fonctions, en ce qu'elle constitue une faute intentionnelle d'une particulière gravité incompatible avec l'exercice normal des fonctions sociales ? Reste à attendre l'avis de la Cour de cassation sur cette question. Il faut noter que cette approche n'a pas été retenue par la chambre criminelle de la Cour de cassation<sup>92</sup>.

De nombreuses critiques ont été adressées à cette construction jurisprudentielle. Alors qu'aujourd'hui, tous les acteurs appellent de leurs vœux une dépenalisation du droit des affaires, une telle jurisprudence ne fait que renforcer le recours au juge pénal puisque les victimes ont ainsi souvent intérêt à saisir ce dernier en se portant partie civile.

M. Schmidt est un fervent opposant de cette jurisprudence qui, selon lui, viole la loi et participe d'un système complet et cohérent destiné à limiter autant que possible la mise en cause des dirigeants sociaux. Il dénonce ainsi un « système de blocage des actions en responsabilité »<sup>93</sup>. D'aucuns peuvent critiquer l'application de cette solution aux actionnaires. M. Barbièri remet en cause le fait d'imposer à cette situation l'écran de la personnalité juridique de l'émetteur qui ne doit s'appliquer qu'« aux véritables tiers », « parce qu'il est

---

<sup>88</sup> E. Dezeuze, note sous CA Paris, 26 septembre 2003, préc.

<sup>89</sup> CA Paris, 26 septembre 2003, préc.

<sup>90</sup> CA Paris, 1<sup>re</sup> ch., sect. H, 1<sup>er</sup> avril 2003, Gaume c. COB, *BJS*, 2003, §61, p.427, note C. Ducouloux-Favard, 2<sup>e</sup> esp., spéc. P.435 ; Cass. com., 31 mars 2004, n°03-14991, *Dr. Soc.*, 2004, comm. 131, note T. Bonneau ; *BJS*, 2004, §197, note G. Auzero ; *D.* 2004, p.1961, note D. Caramelli ; *RTD com.*, 2004, n°3, p.564, obs. N. Rontchevsky

<sup>91</sup> CA Paris, 1<sup>er</sup> avril 2003, préc.

<sup>92</sup> Cass. crim., 19 février 2003, *Dr. pén.*, 2003, n°87, obs. J-H Robert ; Cass. Ass. Plén., 14 décembre 2001, qui refuse de transposer aux fautes pénales intentionnelles l'irresponsabilité civile des mandataires sociaux poursuivis par des tiers pour une faute non détachable de leurs fonctions, Bull. civ., Ass. Plén. n°17 ; *BJS*, 2001, p.394, §84, note J-F. Barbièri ; *JCP E*, 2002, II, 10026, p.345, note M. Billiau

<sup>93</sup> D. Schmidt, « Le droit boursier en mouvement », *RJ com.*, n°spécial, nov. 2003, p.118

alors nécessaire de distinguer entre les actes de la sphère fonctionnelle et ceux de la sphère privée »<sup>94</sup>.

Le législateur s'est lui aussi plusieurs fois montré réticent face à cette construction et a proposé plusieurs projets pour permettre la mise en cause par les actionnaires de la responsabilité civile des dirigeants<sup>95</sup>.

### ***b. La faute de la société***

Face à l'exigence d'une faute séparable des fonctions pour engager la responsabilité des dirigeants, la mise en cause de la responsabilité civile de l'émetteur paraît plus aisée, d'autant plus que les demandeurs bénéficient alors de la capacité financière et de la solvabilité de ce dernier. A défaut d'une telle faute, l'écran de la personnalité morale s'impose et la société est responsable des fautes commises par ses dirigeants dans l'exercice de leurs fonctions. Elle doit répondre des actes commis en son nom par l'organe légal qui la représente. C'est la solution retenue dans l'affaire Flammarion puisque le caractère détachable de la faute du président a été rejeté. Compte tenu de l'interprétation extrêmement restrictive à laquelle se livre la jurisprudence pour apprécier la faute séparable, dans la grande majorité des hypothèses, « c'est à la société, c'est-à-dire aux actionnaires, d'indemniser le préjudice »<sup>96</sup>.

Cette situation ne paraît pas pleinement satisfaisante. En effet, les actionnaires supportent seuls la charge financière des fautes commises par les dirigeants, alors même qu'en raison des poursuites judiciaires et des fautes commises par les dirigeants, notamment à caractère pénal, comme la diffusion d'informations fausses ou trompeuses, la société a elle aussi pu perdre de la valeur. En d'autres termes, les actionnaires indemnisent un préjudice alors même qu'ils en subissent un du fait de la dépréciation de leurs titres, qui lui, comme il l'a déjà été analysé, n'est pas réparable individuellement.

La situation aboutit donc à un paradoxe pour la société : d'une part, elle est tenue seule responsable des agissements fautifs de ses dirigeants alors que d'autre part, elle peut elle-même être la victime de ces agissements. Situation d'autant plus fréquente que devant les juridictions pénales, où la condition de détachabilité de la faute n'est pas exigée, la personne morale est exposée aux demandes des actionnaires qui sollicitent sa condamnation solidaire à

---

<sup>94</sup> J-F. Barbiéri, note sous CA Versailles, 13<sup>e</sup> ch., 17 janvier 2002, SA Lehning Laboratoires, *BJS*, avril 2002, n°4, p.515

<sup>95</sup> Propositions de loi n°1407, préc. ; propositions n°1304 relative au renforcement de la responsabilité individuelle des dirigeants et mandataires sociaux dans les sociétés anonymes, 17 décembre 2003, C. Caresche

<sup>96</sup> C. Neuville, audition, Rapport d'information sur la réforme du droit des sociétés, préc.

des dommages-intérêts. Dans l'affaire Sidel<sup>97</sup>, les juges retiennent que l'action dont disposent les actionnaires peut être intentée concurremment contre les dirigeants auteurs des infractions et contre la société en sa qualité de civilement responsable des dirigeants. Le tribunal se fonde ainsi sur l'article 1384 alinéa 5 du code civil, ce qui semble peu approprié puisque l'ancien président de Sidel n'avait pas juridiquement la qualité de préposé. Décision paradoxale, puisque dans le même temps, Sidel a été accueillie en son action par le tribunal correctionnel en réparation du préjudice subi par les fautes des dirigeants. Cependant, la conclusion est moins heureuse pour la société car les juges rejettent le bien fondé de sa demande récursoire, en considérant que la société a bénéficié de la diffusion de fausses informations en conservant ses actionnaires. Ce dernier élément équivaut à oublier que la révélation de la fausseté des informations crée des perturbations actionnariales et apparaît en contradiction avec la jurisprudence de la chambre criminelle qui admet au contraire que la diffusion de fausses informations cause un préjudice direct à la société concernée<sup>98</sup>.

L'état actuel de cette jurisprudence peut ainsi laisser perplexe. Même en cas de condamnation solidaire des dirigeants et de la société, parce que la solvabilité des dirigeants est sujette à caution, c'est donc la société, et donc indirectement les actionnaires actuels, qui supportent l'indemnisation des conséquences préjudiciables d'infractions dont, paradoxalement, la société est elle-même déclarée victime et dont elle n'a pas nécessairement tiré profit.

L'exigence d'une faute pour engager la responsabilité et obtenir réparation du préjudice subi du fait de la commission d'infractions boursières se heurte à une construction jurisprudentielle particulière qui conduit à un résultat paradoxal voire inique, en tant que la société donc les nouveaux actionnaires supportent la charge financière de l'indemnisation. Mais les difficultés de l'investisseur victime ne s'arrêtent pas là ; encore faut-il démontrer le lien de causalité unissant le préjudice de la faute.

## **2. Le lien de causalité**

La caractérisation d'un lien de causalité entre la faute et le préjudice nécessaire à la mise en jeu de la responsabilité s'avère souvent difficile en matière boursière tant ce travail est caractérisé par une forte subjectivité. Aussi, la notion de perte de chance peut apparaître comme un palliatif intéressant.

---

<sup>97</sup> T. corr., 12 septembre 2006, préc.

<sup>98</sup> Cass. crim., 29 novembre 2000, préc.

*a. La caractérisation difficile du lien de causalité marquée par l'importance des circonstances de fait*

Déterminer le lien de causalité entre la faute et préjudice est une tâche difficile pour l'investisseur. Il faut prouver notamment qu'en matière de délit d'informations fausses ou trompeuses, l'information litigieuse a été de nature à déterminer l'actionnaire dans sa volonté d'investir, en se portant acquéreur de titres de la société à un prix supérieur à leur valeur réelle. Dans le domaine boursier, les considérations d'achat ou de vente répondent à autant de variables que les éléments influant sur le cours.

C'est d'ailleurs l'approche retenue dans l'affaire Société générale de Fonderie<sup>99</sup> par l'émetteur qui contestait le lien de causalité allégué par les parties civiles : « Il est impossible de démontrer le fait générateur du préjudice allégué, certains opérateurs s'étant déterminés dans l'achat d'actions S.G.F. en fonction des articles de presse, d'autres en suivant les tendances du marché et les ordres passés en bourse sans qu'il soit possible d'établir avec certitude que la diffusion du dernier communiqué ait été la cause principale ou même la seule de l'acquisition ou de la conservation de titres par les parties civiles et qu'il n'est ainsi pas établi de lien de causalité direct entre ces faits et le comportement des parties civiles ».

A cet égard, on voit l'importance aux Etats-Unis du recours par la théorie économique de la fraude au marché. Grâce au mécanisme de la présomption de « reliance », l'investisseur victime est présumé avoir acheté ou vendu ses titres se fondant sur le prix du titre et donc sur l'intégrité du marché. Il n'a alors plus besoin de montrer que lors de sa prise de décision, il s'en était remis à la fausse déclaration ou la dissimulation du défendeur<sup>100</sup>.

En France, généralement c'est le rapprochement des circonstances de fait qui permet d'établir de façon suffisamment certaine une relation de cause à effet entre l'infraction boursière et le préjudice subi par l'investisseur. L'étude de la jurisprudence révèle à quel point les circonstances de fait sont primordiales, ce qui marque l'emprise de la subjectivité sur la caractérisation du lien de causalité en matière boursière. Deux arrêts méritent à cet égard l'attention.

---

<sup>99</sup> CA Paris, 15 janvier 1992, préc.

<sup>100</sup> H. de Vauplane & Bornet, op. cit

Dans l'affaire Flammarion<sup>101</sup>, il est intéressant de noter qu'entre les juges du premier degré et les juges du second ont été rendues des décisions diamétralement opposés sur l'existence du lien de causalité. En minimisant le caractère pessimiste du communiqué litigieux, le tribunal aboutit à nier le lien de causalité, puisque n'étant pas alarmiste, les décisions de vendre les actions ont dû répondre à d'autres impératifs chez les demandeurs. A l'inverse, la cour d'appel de Paris, pour admettre le lien de causalité entre le communiqué litigieux et la vente des titres insiste sur le fait que le communiqué véhiculait « un message d'un pessimisme excessif sur les perspectives d'évolution du titre à court terme ». Cette opposition entre les deux degrés de juridiction montre bien la subjectivité de l'exercice.

Dans l'affaire Eurodirect Marketing<sup>102</sup>, les arguments de contestation de la société émettrice portaient notamment sur l'existence du lien de causalité. Mais, la cour d'appel s'est livré à un développement précis de circonstances pour caractériser ce lien. Elle relève en effet qu' « il est constant que M. Michel X a commencé à acquérir des actions de la société Eurodirect Marketing dès le mois de septembre 1997, soit plusieurs mois avant la publication du communiqué litigieux. Il résulte cependant du rappel chronologique des achats effectués par M. Michel X (...) que ces derniers se sont nettement amplifiés à partir du mois de mai 1988. (...) Il convient d'ajouter à cela que l'intéressé a pris le soin de réclamer aux dirigeants de la société la communication du document de référence 1997 afin de vérifier, au lendemain de l'Assemblée générale d'actionnaires, les informations publiées en avril 1998 ». Ainsi, si en l'espèce, le lien de causalité paraît bien caractérisé, c'est en raison des nombreux éléments de fait qui sont donnés, et notamment la volonté de M. Michel X de consulter les documents de la société. L'importance de ces éléments se traduit également dans l'arrêt confirmatif de la chambre commerciale qui prend le soin de rappeler les développements de la cour d'appel pour en déduire l'existence d'un lien de causalité entre les manquements commis par la société et le préjudice subi par M. Michel X en revendant à perte les actions qu'il n'aurait pas achetées s'il n'avait pas été victime d'informations trompeuses.

Caractériser un lien de causalité est donc un exercice périlleux pour l'investisseur qui doit, notamment au civil, apporter la preuve de considérations de fait démontrant le lien entre sa décision d'investissement ou de désinvestissement et la pratique en cause.

### ***b. Un palliatif possible : la notion de perte de chance***

---

<sup>101</sup> CA Paris, 26 septembre 2003, préc.

<sup>102</sup> CA Colmar, 14 octobre 2003 puis Cass. com., 22 novembre 2005, préc.



Sans nécessairement avoir recours à la théorie économique, à laquelle les juridictions françaises se montrent dans l'ensemble réticentes, il est sans doute possible d'améliorer le sort du demandeur en utilisant la notion de perte de chance.

Dans le domaine médical, généralement, c'est afin de pallier les difficultés de la preuve de la causalité – particulièrement graves en matière de responsabilité médicale – que les tribunaux ont eu recours à cette notion de « perte de chance »<sup>103</sup>, ce qui permet d'octroyer une indemnisation, certes partielle, mais utile à la victime. En effet, la faute médicale, même s'il n'est pas certain qu'elle est la cause unique de l'état actuel du patient, a, à tout le moins, compromis les chances d'amélioration de cet état. Ne peut-on pas raisonner par analogie dans le domaine boursier ? La faute de l'émetteur, souvent constitutive d'un délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, même si elle ne représente sûrement pas la cause unique de la décision d'investissement ou de désinvestissement, aura de toute manière obéré les chances de l'investisseur de prendre une décision en connaissance de cause et d'agir au mieux de ses intérêts.

En raison de mécanismes de droit commun et de constructions jurisprudentielles peu favorables, les victimes d'infractions boursières peinent à voir leur préjudice indemnisé par les juridictions, qu'il s'agisse du juge pénal ou du juge civil. Pourtant, des infléchissements sont possibles. Le recours à la perte de chance, même si la réparation monétaire ne peut alors être que partielle, offre des opportunités encore peu explorées pour prendre en compte le sort d'actionnaires plus nombreux et leur alléger la tâche notamment probatoire.

Encore faut-il, pour discuter du bien fondé d'une demande, avoir été admis à saisir le juge (Section 2). En droit français, les mécanismes de droit judiciaire se transforment alors en autant d'obstacles pour les victimes d'infractions boursières.

## *Section 2*

### **Les obstacles juridiques d'ordre procédural**

---

---

<sup>103</sup> G. Viney & J. Ghestin, op. cit.

Les conditions de recevabilité de l'action à la fois devant le juge civil et devant le juge pénal constituent d'importants freins à l'action des victimes d'infractions boursières en justice, d'autant plus qu'en la matière, le « gendarme boursier » dispose d'un monopole de fait dans le déclenchement des poursuites.

## **A. UN RECOURS AU JUGE MARGINALISE**

Pour engager la responsabilité civile des émetteurs et de leurs dirigeants en matière d'infractions boursières, les difficultés d'ordre procédural ne sont pas moins importantes, la recevabilité de l'action au civil supposant un intérêt à agir (1.) et l'action au pénal étant conditionnée à la démonstration de l'existence d'un préjudice personnel, direct et certain (2.).

### **1. L'action devant le juge civil**

#### ***a. L'intérêt à agir : art. 31 NCPC***

Aux termes de l'article 31 du nouveau code de procédure civile, « l'action est ouverte à tous ceux qui ont un intérêt légitime au succès ou au rejet d'une prétention, sous réserve des cas dans lesquels la loi attribue le droit d'agir aux seules personnes qu'elle qualifie pour élever ou combattre une prétention, ou pour défendre un intérêt déterminé ».

L'intérêt à agir, qui peut se définir comme « le profit, l'utilité ou l'avantage que l'action est susceptible de procurer au plaideur »<sup>104</sup>, doit présenter plusieurs caractéristiques pour être admis par les juridictions. L'intérêt doit être né et actuel. En droit des sociétés, cette condition connaît une traduction importante. En matière d'action *ut singuli*, l'actionnaire perd son droit d'agir en justice lorsqu'il cède ses parts, alors même que les conditions d'exercice de l'action étaient réunies avant la cession<sup>105</sup>. Cette jurisprudence se comprend en droit des sociétés en ce que l'action *ut singuli* est attachée à la qualité d'actionnaire et est transmise avec elle. En droit processuel, l'ancien actionnaire n'a plus d'intérêt à agir ; son intérêt n'est plus actuel. L'intérêt doit être également positif et concret, juridique et légitime et personnel et direct.

---

<sup>104</sup> V.H. Capitant, *Vocabulaire juridique*, V° Intérêt,

<sup>105</sup> Cass. com., 26 janvier 1970, préc.

En raison de cette dernière caractéristique de l'intérêt à agir, des confusions jurisprudentielles sont fréquemment à l'origine de l'irrecevabilité d'actions devant le juge civil.

### ***b. Les confusions jurisprudentielles***

Cette confusion naît de la référence à un intérêt à agir direct. En effet, l'investisseur victime d'une infraction boursière qui n'a pas encore cédé ses titres se verra souvent opposer l'absence d'intérêt direct, alors pourtant que cet intérêt existe bel et bien. Le juge confond alors avec le caractère indirect du préjudice dont la réparation est demandée. C'est commettre une grave confusion que de ne pas distinguer une question d'ordre procédural qui régit les conditions de recevabilité de l'action devant le juge et une question d'ordre substantiel qui régit les conditions de mise en cause de la responsabilité d'une personne. Le caractère direct du préjudice est une question de fond, alors que le caractère direct de l'intérêt à agir est une condition de recevabilité. Le bien fondé n'a pas à être examiné à ce stade. A titre d'exemple, on peut citer l'affaire qui opposait la société Total Fina Elf à la société KPMG<sup>106</sup>. Il est notable que les juges du fond ainsi que la Cour de cassation se soient placés sur le terrain de la recevabilité de l'action pour déterminer si le préjudice qu'invoquait la société Total Final Elf lui était personnel ou était simplement le corollaire du préjudice social. Au visa de l'article 31 du nouveau code de procédure civile, la Chambre commerciale de la cour de cassation estime qu'ayant subi un préjudice personnel, qui n'est pas le corollaire de celui que subit la société, la société actionnaire est par suite recevable à demander réparation. Il semble pourtant que cette question relève plus du bien fondé de la demande et notamment de la question de savoir si la société Total Fina Elf a effectivement subi un préjudice personnel et direct.

Par conséquent, on peut estimer que beaucoup de contentieux s'arrêtent au stade de la recevabilité alors même que la question envisagée relève, en réalité, plus du bien fondé de la demande.

La rareté des décisions judiciaires en matière boursière s'explique également par les conditions de recevabilité au pénal.

## **2. L'action civile devant le juge pénal**

---

<sup>106</sup> Cass. com., 28 juin 2005, préc.

*a. Une définition rigoureuse de la recevabilité de l'action civile devant la juridiction répressive*

Si le Code de procédure pénale français accorde effectivement à la victime d'une infraction un droit à réparation, le législateur a toutefois entendu sauvegarder la dimension d'intérêt général de cette instance, en réservant notamment le droit d'action civile à un nombre limité de personnes<sup>107</sup>. Aux termes de l'article 2 du Code de procédure pénale, « l'action civile en réparation du dommage causé par un crime, un délit ou une contravention, appartient à tous ceux qui ont personnellement souffert du dommage directement causé par l'infraction ». Le préjudice invoqué par la victime doit donc réunir certaines conditions. Il doit s'agir d'un préjudice certain, né d'une infraction punissable. Mais surtout, il doit s'agir d'un préjudice personnel, directement causé par l'infraction. Le rôle du juge pénal est donc immense car cette définition lui laisse une grande marge d'appréciation pour décider de la recevabilité ou de l'irrecevabilité de l'action civile portée devant lui. Or, force est de constater que, pendant de nombreuses années, la jurisprudence n'a pas hésité à affirmer que l'action civile exercée devant les juridictions répressives était un droit exceptionnel qui en raison de sa nature devait rester strictement enfermé dans les limites fixées par la loi.

Une nuance doit être introduite. Au stade de l'instruction préalable, la jurisprudence considère que, pour que la constitution de partie soit recevable, « les circonstances sur lesquelles elle s'appuie permettent au juge d'admettre comme possibles le préjudice allégué et la relation directe de celui-ci avec une infraction à la loi pénale »<sup>108</sup>. Solution récemment rappelée d'ailleurs<sup>109</sup>. C'est sur cette construction jurisprudentielle que se fonde la Chambre criminelle pour admettre la recevabilité de l'action civile en matière de délit d'initiés dans son arrêt du 11 décembre 2002 dont les termes méritent d'être cités. Au visa des articles 2, 3, 85 et 87 du Code de procédure pénale, la Chambre criminelle déclare : « attendu que, pour qu'une constitution de partie civile soit recevable devant la juridiction d'instruction, il suffit que les circonstances sur lesquelles elle s'appuie permettent au juge d'instruction d'admettre comme possible l'existence du préjudice en relation directe avec une infraction à la loi pénale ; Attendu que pour confirmer l'ordonnance du juge d'instruction ayant déclaré irrecevable la constitution de partie civile d'Alain G..., notamment du chef de délit d'initié,

---

<sup>107</sup> E. Joly-Sibuet, « La constitution de partie civile en procédure pénale », in *La criminalité d'argent*, op. cit., p.109

<sup>108</sup> Cass. crim. 11 janvier 1996, Bull. crim., n°16, p.37

<sup>109</sup> Cass. crim., 8 mars 2006, Société Honda, *BJS*, août 2006, n°8, p.1041

les juges du second degré énoncent que le juge d'instruction a relevé à juste titre que « la cession d'actions, par des administrateurs disposant d'informations privilégiées, si elle peut porter atteinte au fonctionnement normal du marché, ne cause par elle-même aucun préjudice personnel et direct aux autres actionnaires de la société ni à la société elle-même » ; Mais attendu qu'en statuant ainsi, alors qu'à le supposer établi, le délit d'initié est susceptible de causer un préjudice personnel direct aux actionnaires, la chambre de l'instruction a méconnu le sens et la portée des textes susvisés et du principe ci-dessus rappelé »<sup>110</sup>. Certes cet arrêt ouvre des portes jusque-là closes pour les actionnaires, mais une telle solution est loin de mettre fin à toutes les difficultés et discussions. Devant la juridiction de jugement, en effet, la partie civile ne plus se contenter d'alléguer « les circonstances (qui) lui permettent (...) d'admettre comme possible l'existence du préjudice ». Elle devra établir le bien-fondé de sa demande, autrement dit les caractères direct et certain du préjudice allégué. Cette différence d'appréciation du caractère certain du préjudice entre juridictions d'instruction et de jugement « doit être recherchée dans l'effet pénal de l'action civile. La Cour de cassation paraît, en effet, avoir voulu favoriser l'exercice de l'action civile soit pour mettre en mouvement l'action publique (voie de l'action), soit pour renforcer la poursuite et apporter une aide au ministère public (voie de l'exception) »<sup>111</sup>.

### ***b. Un certain malaise jurisprudentiel***

Aujourd'hui encore, les solutions en matière de recevabilité des actionnaires d'une société font débat.

Il est désormais établi qu'en matière de délit de présentation de comptes non fidèles, la dépréciation des titres résultant de ce délit constitue pour l'actionnaire un préjudice propre, distinct de celui de la personne morale et qu'à ce titre, l'actionnaire peut réclamer, devant la juridiction correctionnelle, réparation du préjudice résultant de la dévalorisation de leurs titres<sup>112</sup>. Il en est ainsi également en matière de délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses pour lequel la jurisprudence fournit plusieurs exemples<sup>113</sup>. De manière plus innovante, comme il l'a déjà été mentionné, la recevabilité de l'action civile des actionnaires d'une société en présence de délit d'initié a été admise par la Chambre criminelle.

---

<sup>110</sup> Cass. crim., 11 décembre 2002, préc.

<sup>111</sup> S. Guinchard & J. Buisson, *Procédure pénale*, Litec, 2002, 2<sup>e</sup> éd., n°656

<sup>112</sup> Cass. crim., 5 novembre 1991, n°90-82605 ; Cass. crim., 29 novembre 2000, n°99-80324 ; Cass. crim., 30 janvier 2002, Bull. crim., n°14

<sup>113</sup> CA Paris, 15 janvier 1992, préc. ; Cass. crim., 15 mars 1993, préc. ; etc.

En revanche, contrairement à une jurisprudence ancienne, la Chambre de la Cour de cassation a déclaré que l'actionnaire agissant à titre individuel était irrecevable à agir devant la juridiction pénale s'il invoque un abus de biens sociaux ou un abus de pouvoirs<sup>114</sup>.

Par conséquent, d'aucuns ont pu souligner une évolution favorable à l'action civile exercée devant le juge pénal notamment pour les victimes d'infractions boursières, mais rien ne permet d'affirmer que ce mouvement est définitif. Surtout si l'on prend la peine de remarquer que, par exemple dans le revirement de jurisprudence en matière d'abus de biens sociaux, les motifs de la décision étaient identiques à ceux utilisés avant pour admettre la recevabilité de cette action, alors que les dispositifs ont, eux, évolué<sup>115</sup>. En d'autres termes, on peut comprendre l'encadrement de l'accès au prétoire pénal, cependant « il est essentiel que cet encadrement s'opère de manière explicite et cohérente pour l'ensemble des victimes »<sup>116</sup>.

Face à ces obstacles, et même si les esprits vont sûrement changer du fait des évolutions les plus récentes, le recours au juge en matière d'infractions boursières par les victimes n'a longtemps pas joué un rôle prépondérant. Un autre facteur peut être mis en exergue pour expliquer ce constat : le rôle de l'autorité de régulation boursière.

## **B. LE ROLE ESSENTIEL DU « GENDARME BOURSIER » DANS LE DECLENCHEMENT DES POURSUITES**

La singularité de la matière boursière vient sans aucun doute du rôle de l'autorité administrative dans la mise en mouvement de l'action judiciaire, d'autant plus que la pratique l'a conduite, dans le domaine pénal, à disposer d'un réel monopole de fait (1.). Les clarifications apportées par la loi de sécurité financière sont ainsi bien accueillies pour replacer le juge un peu plus au centre du dispositif (2.).

### **1. Le rôle de l'autorité régulatrice dans le déclenchement des poursuites**

Alors que l'autorité de régulation boursière dispose en matière pénale d'un monopole de fait dans le déclenchement des poursuites, son rôle dans le domaine civil est plus restreint.

---

<sup>114</sup> Cass. crim., 13 décembre 2000, deux arrêts, préc.

<sup>115</sup> Comp. cass. crim., 4 novembre 1969, Bull. crim., n°281 et cass. crim., 13 décembre 2002, arrêt Léornaduzzi, préc.

<sup>116</sup> E. Joly-Sibuet, op. cit.

### *a. Devant le juge civil*

Le législateur a donné à l'autorité de régulation le pouvoir d'agir devant les tribunaux judiciaires dans le cadre de procédures civiles.

L'AMF peut agir tout d'abord agir devant les juridictions civiles en vue d'obtenir le prononcé de mesures d'urgence. C'est à partir de 1985 que le président de la COB a reçu le pouvoir de demander au président du tribunal de grande instance de Paris une injonction d'adopter ou de mettre un terme à un certain comportement. Désormais codifiés aux articles L 621-13 et L 621-14 du Code monétaire et financier, ces pouvoirs consistent d'abord à pouvoir demander au président du tribunal de grande instance de prononcer la mise sous séquestre des fonds, valeurs, titres ou droits appartenant aux personnes mises en cause par l'AMF. Ensuite, le président de l'AMF peut demander en justice qu'il soit ordonné de mettre fin à l'irrégularité ou d'en supprimer les effets à la personne qui est responsable de manquements aux obligations résultant des dispositions législatives ou réglementaires ou des règles professionnels visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations, ou à tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché.

Cependant, la répression judiciaire civile par l'intermédiaire de l'autorité régulatrice reste limitée en France. En effet, contrairement à son homologue américain, la SEC, l'AMF ne peut pas agir devant les tribunaux pour demander la sanction ou la réparation d'une violation de la loi ou de la réglementation boursière. Aux Etats-Unis, la SEC a été investie dès sa création du pouvoir de demander des sanctions aux tribunaux fédéraux, sanctions dont la panoplie s'est considérablement renforcée, de la simple injonction aux sanctions civiles pécuniaires<sup>117</sup>.

En outre, il faut noter que tous les moyens laissés à la disposition de l'AMF ne sont pas utilisés. Aux termes de l'article L 621-2-II alinéa 2, le président de l'autorité boursière a qualité pour agir au nom de l'autorité devant toute juridiction. A ce jour, néanmoins, il n'a jamais profité de cette opportunité pour notamment apporter son concours, notamment par voie d'intervention volontaire, à une action en réparation engagée par des investisseurs lésés.

Aussi, le rôle de l'autorité régulatrice apparaît surtout essentiel dans le déclenchement des poursuites pénales.

---

<sup>117</sup> P-H. Conac, *La régulation des marchés boursiers par la COB et la SEC*, préf. Y. Guyon, Paris, LGDJ, 2002, spéc. n°88, p.107

### *b. Devant le juge pénal*

Le déclenchement de la répression pénale est largement tributaire de l'action de l'autorité régulatrice. Elle constitue l'organe principal de détection des infractions boursières. Cette situation résulte de la technicité des infractions boursières et de la spécialisation de l'autorité dans la surveillance des marchés boursiers et des émetteurs. Il a pu être remarqué que « dans le domaine du droit pénal boursier et des délits commis au préjudice des sociétés qui font publiquement appel à l'épargne, la COB est en fait sinon en droit, le véritable organe de poursuites, le ministère public ne lui servant que de relais purement formel »<sup>118</sup>.

A l'origine, aux termes de l'article 40 alinéa 2 du code de procédure pénale, la COB avait l'obligation de transmettre au Parquet les informations qu'elle détenait et qui lui laissaient supposer l'existence d'un crime ou d'un délit. Malgré le caractère contraignant de cette disposition reconnu par le Conseil d'Etat ainsi que la Cour de cassation, aucune sanction n'avait été prévue en cas de non-respect de cette obligation. De ce fait, la COB disposait de facto, et non de jure comme la SEC<sup>119</sup>, d'un pouvoir d'opportunité dans la décision de transmettre aux autorités judiciaires compétentes des informations indiquant l'existence d'une activité criminelle. Aussi, M. Serra observait que « l'article 12-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 ne reconnaît (...) pas un véritable droit de regard à la Commission des opérations de bourse sur la décision de mise en mouvement de l'action publique, tout au plus, peut-elle être consultée sur cette question si l'autorité judiciaire le désire. (...) Néanmoins, l'observation de la pratique suivie par la Commission des opérations de bourse dans l'exercice de sa mission révèle qu'en réalité cet organisme dispose d'un véritable monopole de fait de la mise en mouvement de l'action publique dans le cadre de la poursuite des infractions qui relèvent de sa compétence »<sup>120</sup>. L'ancien président de la COB, M. Dompé, déclarait que, grâce à son pouvoir d'enquête, la COB se révèle être « l'apporteur d'affaires quasi-exclusif du Parquet en matière de délits boursiers »<sup>121</sup>.

---

<sup>118</sup> Y. Guyon, « La Commission des opérations de bourse », *Les autorités administratives indépendantes*, colloque, Centre d'Etudes et de Recherche sur l'Administration publique de l'Université de Paris I, PUF, Paris, coll. Les voies de droit, 1988, p.182

<sup>119</sup> Art. 20(b) du Securities Act, 21(d) du Securities Exchange Act, 209 (d) de l'Investment Adviser Act et 42(d) de l'Investment Company Act

<sup>120</sup> Y. Serra, « L'évolution du droit pénal des sociétés dans le cadre de la mission de la Commission des opérations de bourse », op. cit., spéc. n°3, p.43

<sup>121</sup> M-N. Dompé, « La situation en France », *BJB*, 1994, n°spécial, Contrôle des marchés et protection de l'épargne – L'information financière en France, p.81



Face à ce déséquilibre au profit de l'autorité de régulation boursière dans le déclenchement des poursuites, la loi sur la Sécurité financière a tenté d'apporter plusieurs clarifications afin de replacer le juge au centre de la répression.

## **2. Les tentatives récentes de clarification**

La loi de sécurité financière a cherché à améliorer la coopération entre le juge pénal et l'AMF<sup>122</sup>. Cette dernière a tout d'abord été facilitée par la désignation du seul Tribunal de grande instance de Paris pour connaître de la poursuite, de l'instruction et du jugement des délits boursiers prévus aux articles L 465-1 et L 465-2 du Code monétaire et financier ainsi que pour les infractions connexes.

Diverses dispositions viennent en outre organiser leurs relations. Deux éléments de clarification méritent d'être mentionnés.

### ***a. L'intégration du procureur dans le processus***

Reprenant l'article 40 du Code de procédure pénale, l'article L 621-15, I du Code monétaire et financier fait désormais obligation à l'AMF de transmettre le rapport de contrôle ou d'enquête au procureur de la République près le tribunal de grande instance de Paris lorsque celui-ci révèle des faits susceptibles de constituer une opération d'initié, de communication ou de diffusion d'informations inexacts, fausses ou trompeuses ou encore de manipulation de cours. S'il décide de mettre en mouvement l'action publique sur les faits objets de la transmission, le procureur récipiendaire du rapport d'enquête ou de contrôle en informe sans délai l'autorité boursière. Cette disposition qui est essentiellement destinée à réduire les risques de cumul de sanctions administratives et pénales en organisant une meilleure circulation de l'information entre l'autorité boursière et le Parquet, a aussi certainement eu pour effet de restituer au Parquet la part de l'opportunité des poursuites qu'exerçait de facto l'autorité boursière lorsqu'elle pouvait apprécier, au bénéfice de l'interprétation de concepts incertains tels qu'utilisés par l'article 40 du Code de procédure pénale, s'il y avait lieu ou pas de transmettre son rapport sur des faits dont elle était seule à avoir connaissance.

Le parquet peut également obtenir de l'AMF la communication de tous les renseignements qu'elle détient dans l'exercice de ses fonctions, hormis ceux dont les autorités

---

<sup>122</sup> G. Rameix, « L'Autorité des marchés financiers », *PA*, 14 novembre 2003, n°228, p.12

étrangères qui les ont transmis n'ont pas autorisé explicitement la divulgation à des fins précises.

***b. L'association de l'autorité de régulation boursière***

En outre, les juridictions civiles, pénales ou administratives peuvent demander à l'AMF de déposer des conclusions et de les développer à l'audience, en sus de l'avis d'expert pouvant lui être réclamé. Cet avis est dans certains cas obligatoirement requis. Aux termes de l'article L 466-1 du Code monétaire et financier, le juge pénal saisi de faits susceptibles de constituer un délit de communication ou de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, d'initié ou de manipulation de cours, a l'obligation de recueillir l'avis de l'AMF. Cette obligation faite au juge offre ainsi à l'AMF la faculté de faire valoir son appréciation des faits, alors même qu'elle aurait déjà sanctionné les faits dont le juge pénal est saisi ou, inversement, qu'elle aurait considéré qu'il n'y avait pas lieu de le faire.

La victime d'infractions boursières n'est donc que peu prise en compte par le droit français. Pour faire entendre son préjudice et obtenir réparation, elle se heurte à de multiples obstacles, d'ordre substantiel comme procédural. Pourtant, on a pu noter une évolution relativement favorable de la jurisprudence à l'indemnisation des victimes de délits boursiers.

Déjà, les conditions de recevabilité se sont assoupli ; ensuite le recours à la notion de perte de chance, même s'il pourrait encore être approfondi, promet une meilleure indemnisation des préjudices subis. D'autres infléchissements possibles sont à espérer afin que les tribunaux abandonnent certaines positions par trop sévères.

Cependant, le blocage le plus important ne vient-il pas du fait que l'investisseur individuel se trouve en nette situation de déséquilibre par rapport à l'émetteur qui concentre l'information et la surface financière nécessaire à sa défense ? En effet, le droit français s'avère plus tourné vers la protection du marché, les investisseurs n'étant pas réellement concernés par la protection. Aussi, l'essentiel de la répression contourne bien souvent le juge et fait intervenir l'autorité de régulation boursière, faisant perdre de vue que seul le recours au juge est susceptible de permettre la réparation des préjudices subis par les investisseurs. En d'autres termes, si, aujourd'hui, l'indemnisation des victimes d'infractions boursières n'est pas assurée de manière satisfaisante en droit français, le déséquilibre de l'architecture du système de régulation peut être mis en cause. D'abord parce que l'investisseur est isolé dans ses démarches, ensuite parce que l'autorité de régulation boursière est le maître incontesté de la répression dans ce domaine, sans que la réparation des investisseurs soit envisagée. Un rééquilibre du système de régulation français est souhaitable. A cet égard, deux pistes de réflexion parallèles voire complémentaires peuvent être développées : l'une tendant à renforcer la régulation judiciaire par l'introduction d'un mécanisme d'action collective dans le domaine boursier, l'autre visant à faire du gendarme boursier un meilleur protecteur des intérêts des investisseurs par la mise en place d'une procédure de réparation des préjudices subis.

## *Chapitre 2 :*

### **Un rééquilibrage souhaitable du système de régulation français**

---

Le système de régulation français est empreint de l'idée que l'action du régulateur en présence d'une infraction doit être tournée exclusivement vers la répression et non vers l'indemnisation des victimes. Pour rééquilibrer cette architecture, deux angles d'évolution sont possibles : ouvrir les canaux de la régulation aux investisseurs par l'instauration d'une action collective (I.) et/ou faire évoluer le régulateur vers la prise en compte de l'indemnisation des victimes (II.).

#### *Section 1*

#### **Les « class actions » d'investisseurs ou le renforcement de la régulation judiciaire**

---

Face au constat de l'inadéquation des moyens existants pour faire sortir l'investisseur lésé de son isolement et le placer sur un pied d'égalité par rapport aux sociétés émettrices (A.), le développement de mécanismes permettant d'agir collectivement mérite d'être réfléchi, sous l'angle du droit prospectif (B.).

#### **A. L'INADEQUATION DES MOYENS EXISTANTS**

Si les obstacles juridiques à l'indemnisation des victimes d'infractions boursières sont nombreux, les obstacles matériels ne sont pas moindre. En effet, l'action judiciaire de l'investisseur isolé s'apparente au combat de « *David contre Goliath* », tant la disparité de moyens est flagrante (1.). Pourtant, les réponses apportées par le législateur se sont avérées en pratique insuffisantes voire inadaptées (2.).

#### **1. « David contre Goliath »**

Que ce soit devant le juge civil ou le juge pénal, l'investisseur apparaît bien isolé.

##### *a. Le coût du procès civil*

En matière de responsabilité, le recours judiciaire naturel pour l'investisseur devrait être l'action civile. Force est de constater que tel n'est pas le cas aujourd'hui tant les moyens lui font défaut face aux émetteurs et leurs dirigeants.

Le fossé est immense entre les épargnants personnes physiques d'une part et d'autre part les émetteurs et leurs dirigeants ou les professionnels des opérations d'appel public à l'épargne. Ce dernier groupe concentre l'expertise en matière financière, les moyens financiers et est, en outre, couvert par une assurance responsabilité civile. Le premier, lui, ne dispose généralement que de moyens financiers limités et surtout d'une faible connaissance de la matière financière. Le juge civil ne paraît pas à même de combler ce déséquilibre.

De manière générale, les porteurs d'instruments financiers en cas de fraude au marché subissent individuellement un préjudice financier relativement assez faible mais déjà conséquent pour eux. Pour être indemnisé, ils doivent avoir recours à un avocat. Dans des affaires aussi complexes que celles touchant à la bourse, les honoraires des auxiliaires de justice correspondent à des montants extrêmement élevés. « Et il n'existe pas d'épargnant qui serait prêt à déboursier en honoraires plus que son préjudice »<sup>123</sup>. La prohibition des pactes *quota litis* reste l'un des obstacles majeurs au recours judiciaire de l'investisseur puisqu'il ne dispose pas de capacités financières suffisantes pour introduire une action qui peut durer plusieurs années en raison des voies de recours.

En outre, manque souvent à l'investisseur même assisté d'un avocat les preuves permettant d'établir tant les faits que son préjudice. Les difficultés de caractérisation du préjudice en droit conduisent naturellement à des difficultés pratiques. Devant le juge civil, l'investisseur se trouve donc dans l'obligation de recourir à l'expertise judiciaire. Cette dernière présente un coût non négligeable en matière financière dont il doit, au moins dans un premier temps, supporter la charge. Mais par delà la charge financière, le recours à l'expertise dans le cadre des dispositions de l'article 145 du nouveau Code de procédure civile est loin d'être évident<sup>124</sup>. A titre d'exemple, on peut citer le refus, début 2002, du Tribunal de commerce de Paris de faire droit à la demande de l'Association de Défense des Actionnaires minoritaires (A.D.A.M.) s'agissant du fonctionnement du conseil d'administration de la société Vivendi Universal. La suite des événements a pourtant montré combien cette demande était justifiée.

---

<sup>123</sup> S. Bonifassi, « L'accès au juge pour l'épargnant », *PA*, 31 juillet 2003, n°152, p.39

<sup>124</sup> A. Géniteau, « L'organisation de la défense de l'épargnant : les moyens d'action », *PA*, 31 juillet 2003, n°152, p.33

Aussi, l'autre option ouverte à l'investisseur est de saisir le juge pénal à la condition, bien sûr, que les pratiques visées puissent recevoir une qualification pénale, ce qui en matière boursière se présente souvent.

### ***b. Le caractère aléatoire de la justice pénale***

La justice pénale pour l'investisseur isolé présente plusieurs avantages dont l'importance n'est pas moindre.

Déjà, le recours à la justice pénale est peu onéreux. L'Etat prend en effet à sa charge les frais d'enquête. Ensuite, la justice pénale présente le grand avantage de ne pas faire supporter au plaignant la charge de l'établissement de la preuve. Le juge d'instruction instruit à charge et à décharge et recherche donc les preuves grâce aux moyens de la justice.

Cependant, la justice pénale a aussi ses inconvénients. Le premier vient du fait que c'est le parquet, représentant de l'Etat, qui mène l'affaire. L'investisseur en est alors totalement dessaisi. La justice pénale peut également être qualifiée de très aléatoire. Le magistrat instructeur instruit à son rythme, autant que la police judiciaire. L'avancement des investigations dépend donc de plusieurs variables, allant du juge d'instruction, de l'encombrement de son cabinet, de la complexité de l'affaire et de la charge de travail à laquelle la police judiciaire est soumise. Mais surtout, la préoccupation essentielle du juge pénal est d'établir ou non la culpabilité du prévenu. La voie pénale est d'abord faite pour sanctionner des comportements illicites reconnus comme tels par la loi pénale. Le but étant de sanctionner, « depuis toujours l'indemnisation des victimes a été considérée comme l'accessoire de l'action publique »<sup>125</sup>. Même dans une affaire financière, l'indemnisation est un point manifestement accessoire, « à peine abordé lors des débats, peu traité dans la décision »<sup>126</sup>. Ce désintéressement se traduit sans nul doute par l'octroi, dans bien des cas, d'une indemnisation forfaitaire qui ne s'embarrasse pas d'une évaluation monétaire précise<sup>127</sup>.

Du dévoiement de la justice pénale à l'inaccessibilité de fait du juge civil, la tâche de l'investisseur isolé d'obtenir réparation paraît presque insurmontable. Conscient du problème,

---

<sup>125</sup> A. Lacabarats, « Le rôle du juge », *PA*, 31 juillet 2005, n°152, p.43

<sup>126</sup> A. Géniteau, *op. cit.*

<sup>127</sup> Affaire Landauer, *préc.*

le législateur a depuis longtemps introduit des mécanismes de défense collective en droit boursier.

## **2. Les moyens actuels de défense collective : des outils inadaptés**

Malgré les efforts du législateur, force est de constater que les moyens mis à la disposition des investisseurs pour se regrouper et mutualiser les coûts de leurs actions restent inadaptés et peu efficaces en pratique.

### ***a. Les dispositifs actuels***

« Les associations de défense d'actionnaires ou d'investisseurs ont longtemps été considérées avec réserve par le législateur et les tribunaux. Cette méfiance n'est plus de mise »<sup>128</sup>, tant des pouvoirs de plus en plus importants leur ont été conférés.

Il existe aujourd'hui plusieurs outils procéduraux à la disposition des investisseurs pour se regrouper<sup>129</sup>. Il faut d'abord mentionner que, bien avant le droit de la consommation, le droit des sociétés a été le précurseur en la matière. En effet, dès le décret d'application de la loi sur les sociétés commerciales de 1966<sup>130</sup>, les actionnaires pouvaient, lors de l'exercice de l'action *ut singuli*, charger un seul actionnaire d'agir en leur nom.

Un contexte favorable aux associations a permis le développement du mouvement associatif.

Par une loi du 28 juin 1989<sup>131</sup>, ont été instituées les associations de défense des investisseurs en valeurs mobilières, désormais prévues aux articles L 452-1 à L 452-4 du Code monétaire et financier. Elles constituent une variété d'association de consommateurs, qui s'adresse à un public plus vaste que celui des associations d'actionnaires. Ces associations ont la possibilité d'agir en justice, devant toute juridiction, même par voie de constitution de partie civile, relativement aux faits portant un préjudice direct ou indirect à l'intérêt collectif des investisseurs ou de certaines catégories d'entre eux. Elles peuvent solliciter du président du tribunal de grande instance le prononcé d'injonction pour mettre fin à une irrégularité ou aux effets d'une pratique jugés contraires aux lois ou règlements, si elle est de nature à porter atteinte aux droits des épargnants. Enfin, ces associations, depuis la loi du 8 août 1994, peuvent agir en représentation conjointe en assurant la défense des intérêts individuels

---

<sup>128</sup> Y. Guyon, « Faut-il des associations d'actionnaires et d'investisseurs », *Rev. soc.*, avril-juin 1995, n°2, p. 215

<sup>129</sup> H. Le Nabasque, « Commentaire des principales dispositions de la loi n°2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 sur la sécurité financière intéressant le droit des sociétés, *BJS*, août 2003, n°8-9, p.859

<sup>130</sup> Art. 200 du décret du 23 mars 1967

<sup>131</sup> Loi n°89-421 du 23 juin 1989

d'investisseurs qui ont subi des préjudices individuels causés par le fait d'une même personne ayant une origine commune, au besoin en se constituant partie civile, pour obtenir réparation du préjudice subi par eux. Cette action n'est cependant ouverte qu'aux bénéficiaires des investisseurs, personnes physiques, et à la condition d'avoir reçu mandat écrit d'agir de deux d'entre eux. Ces attributions sont conditionnées à la réunion de plusieurs conditions : ces associations doivent avoir été déclarées et leurs statuts publiés ; afin d'être agréées dans des conditions fixées par décret, l'objet statutaire de ces associations doit, de manière explicite, être consacré à « la défense des investisseurs en valeur mobilière », même si l'objet de l'association n'est pas exclusivement consacré à cette défense. L'agrément n'est lui-même délivré qu'à la double condition que l'association réponde à des critères d'ancienneté (deux années d'existence réduites à six mois par la loi de sécurité financière et deux cents membres cotisant individuellement, anciennement mille) et que ses dirigeants satisfassent certains critères d'honorabilité et de compétence, critères relativement flous.

En parallèle, les associations d'actionnaires de société cotée non agréée ont été instituées à l'article L 225-210 du Code commerce. Ces associations n'ont pas, à la différence des associations agréées, vocation à protéger les intérêts collectifs des épargnants dans leur ensemble mais de promouvoir les intérêts des actionnaires d'une seule et même société. Depuis la loi de sécurité financière, elles peuvent exercer les mêmes droits que les associations agréées (agir en vue de la défense des intérêts collectifs des investisseurs, solliciter des injonctions, intervenir à l'effet d'assurer la défense des intérêts individuels d'investisseurs), à la différence que contrairement aux associations agréées, elles ne peuvent pas solliciter du président du tribunal l'autorisation de rechercher publiquement des mandats. L'action de ces associations non agréées est, elle aussi, soumise à certaines conditions : elles doivent avoir communiqué leurs statuts à l'AMF ; elles doivent être suffisamment représentatives au sens de la loi nouvelle, c'est-à-dire que leurs membres doivent détenir ensemble et nominativement depuis plus de deux ans, au moins 5% des droits de vote de la société concernée ou pourcentage dégressif prévu par le II de l'article L 225-120 du Code commerce lorsque le capital est supérieur à 750 000€.

Enfin, faut-il signaler l'existence des associations de défense des actionnaires de droit commun qui relèvent de la loi du 1<sup>er</sup> juillet 1901 dont l'objet est de représenter leurs membres dans leurs démarches, contentieuses ou non, auprès des sociétés dont ils détiennent des actions, des établissements financiers ou des autorités de tutelle.



Malgré la diversité des outils procéduraux à la disposition des investisseurs, un constat s'impose : l'inadaptation de ces structures<sup>132</sup>.

### *b. L'inadaptation des structures actuelles*

Rebutés par la complexité et les contraintes inhérentes aux régimes existants, les actionnaires préfèrent généralement utiliser le cadre général souple de la loi de 1901. Il n'existe à ce jour aucune association d'actionnaires de société cotée. Cela démontre parfaitement que leurs attributions actuelles ne compensent pas les contraintes qui président à leur création.

S'agissant des associations de défense des investisseurs en valeur mobilière, il en existe plusieurs en pratique. Cependant, malgré l'assouplissement de leur régime, leur structure ne semble pas adaptée à mener des actions judiciaires d'envergure. Il faut noter que l'exception au principe d'interdiction de solliciter des mandats par voie d'appel public télévisé ou radiophonique, d'affichage de tract ou de lettre personnalisée, ne concerne les associations agréées que lorsqu'elles interviennent à l'effet d'assurer la défense de « l'intérêt collectif des investisseurs ou de certaines catégories d'entre eux »<sup>133</sup>. L'assouplissement introduit par la loi de sécurité financière ne profite donc pas à l'exercice de l'action en représentation conjointe, qui seule vise à réparer le préjudice individuel de chacun des membres. Mais, même en cas d'élargissement de cette possibilité aux cas de représentation conjointe en droit, le fait que les frais de démarchage demeurent à la charge de l'association constituerait un frein supplémentaire à leur développement<sup>134</sup>. En parallèle, l'action syndicale pouvant être introduite par ce type d'associations ne semble pas apporter non plus une réponse convaincante<sup>135</sup>. D'abord parce que le préjudice visé porte indistinctement atteinte à un groupe de personnes, déterminées ou non et qu'il peut être indirect, ce qui peut le rendre difficile à évaluer ; ensuite parce que l'action en réparation d'un préjudice collectif ne permet pas d'attribuer des dommages-intérêts à chacun des membres de l'association.

Une dernière interrogation doit être soulevée : l'intermédiation nécessaire d'une personne morale est-elle en la matière opportune ? Les intérêts des victimes d'infractions boursières sont, en principe, convergents et identiques, et une telle homogénéité est

---

<sup>132</sup> B. Lebars, « Associations d'actionnaires et d'investisseurs : un droit rénové d'ester en justice », *PA*, 14 novembre 2003, n°228, p.102

<sup>133</sup> C. mon. fin., art. L 542-2, al. 3

<sup>134</sup> C. Arsouze & P. Ledoux, op. cit.

<sup>135</sup> V. Magnier, « Les class actions d'investisseurs en produits financiers », *PA*, 10 juin 2005, n°115, p.33

considérée comme propice à la personnification de l'entité chargée de les défendre<sup>136</sup>. Mais la notion de groupement doté de la personnalité juridique postule l'existence d'un intérêt propre qui tend à être défendu, transcendant ainsi les intérêts individuels de ses membres. Il est vrai que dans la mesure où leur objet même est de défendre les intérêts de leurs membres, il est permis de penser que leur intérêt propre n'existe que sur plan théorique, sous réserve que l'association voulant pérenniser son action, favorise le développement et la défense d'un intérêt propre, en cherchant une notoriété toujours plus grande. Sans doute n'est-ce pas aujourd'hui le facteur majeur de l'inadaptation des structures associatives existantes aux besoins des investisseurs.

De manière plus globale, se pose la question de l'opportunité d'introduire en droit français un mécanisme qui permettrait une réelle action collective permettant aux investisseurs d'obtenir réparation du préjudice subi.

## **B. LE DEBAT SUR L'OPPORTUNITE DE L'INTRODUCTION D'UNE « CLASS ACTION » EN MATIERE BOURSIERE**

Depuis le discours de Jacques Chirac du 4 janvier 2005 adressé aux « forces vives de la nation » qui appelait de ses vœux l'introduction en droit français d'une « class action » permettant l'indemnisation des consommateurs, le débat a été relancé en France sur l'opportunité et la mise en œuvre d'un tel mécanisme<sup>137</sup>. Après avoir fait un point sur les termes actuels du débat en France (1.), l'opportunité de l'introduction d'un recours collectif en droit boursier sera discutée (2.).

### **1. Les termes du débat actuel**

Tant les obstacles sont nombreux et les dérivés décriés, l'introduction d'un mécanisme calqué sur le modèle américain de la « class action » ne semble ni souhaitable ni faisable. C'est pourquoi, un projet de recours collectif compatible avec les principes généraux du droit français a été élaboré.

---

<sup>136</sup> E. Gaillard, *Le pouvoir en droit privé*, préf. G. Cornu, Economica, coll. Droit civil, 1985, spéc. n°256, p.167

<sup>137</sup> Not. V.V. Magnier, « L'opportunité d'une « class action » en droit des sociétés, *D.* 2004, n°8, p.554 ; même auteur, « La class action, un remède efficace ? », *JCP E*, 2005, n°5, p.53 ; M. Soccaras & Y. Douarin, « Vers des « class actions » d'actionnaires ? », *PA*, 3 juin 2005, n°110, p.3 ; M. Lipskier, « Les entreprises peuvent-elles profiter de l'introduction des « class action » en droit français ? », *JCP E*, 2005, p.746 ; B. Le Bars, « Introduction en droit français d'une procédure d'action collective : quand la régulation se fait judiciaire », *BJS*, 2005, p.811, §187

### a. Les obstacles à l'introduction d'une « class action » à l'américaine

La liste des obstacles à l'introduction d'une véritable action collective en droit français est longue et mérite d'être mentionnée. Si l'on compare le mécanisme américain de l'action collective<sup>138</sup> aux principes du droit français, les objections à une telle introduction ne manquent pas.

Le mécanisme de « class action » suppose qu'une personne, généralement un cabinet d'avocats, puisse agir en représentation non seulement d'une victime qui lui aurait donné qualité pour agir mais aussi, sans mandat, au nom et pour le compte d'autres victimes de préjudices ayant la même origine, mais non encore identifiées au moment de l'introduction de l'action. Cette première étape se heurte déjà à plusieurs obstacles en droit français. La maxime « Nul ne plaide par procureur » interdit qu'une personne en représente une autre sans mandat exprès<sup>139</sup>. La prohibition du démarchage par les avocats s'oppose à un tel régime, puisque pour identifier les victimes, l'avocat est appelé à faire des appels publics, sous toutes les formes possibles. Vient la question de l'interdiction du pacte de *quota litis* pour les avocats. Pour compenser la faiblesse ou l'inexistence du financement d'une telle action, les avocats américains ont recours à ces honoraires qui sont proportionnés aux résultats financiers. Enfin, cela heurte le principe constitutionnel de la liberté d'agir en justice de chaque individu pourtant rappelé par le Conseil constitutionnel dans sa décision du 25 juillet 1989 qui conditionne l'action en défense des intérêts d'autrui pour les syndicats professionnels à avoir informé le salarié et à lui laisser la liberté de conduire personnellement la défense de ses intérêts et de mettre un terme à cette action.

Du fait que les victimes ne sont pas ou ne peuvent pas toutes être identifiées au cours de la procédure, la « class action » inspirée du modèle américain contrevient directement au respect du contradictoire et au principe d'égalité des armes. Les membres représentés mais inconnus ne peuvent faire valoir leurs arguments, tandis que le défendeur ne connaît pas lui tous ses adversaires, ce qui heurte les droits de la défense.

En cas de réussite de la « class action », se pose la question de la fixation des dommages-intérêts aux victimes du préjudice de masse et de leur paiement. Avec un caractère automatique et forfaitaire, égalitaire, sans distinguer les préjudices effectivement subis par

---

<sup>138</sup> art. 23 F.R.C.P., Code Fédéral de procédure civile

<sup>139</sup> S. Guinchard, « Une class action à la française », *D.* 2005, p.2180

chacun, on porte atteinte au principe selon lequel le préjudice doit être évalué individuellement au cas par cas et la réparation être intégrale.

Enfin, il est permis de considérer que la « class action » telle que pratiquée aux Etats-Unis se heurte à la relativité de la chose jugée. En effet, une victime qui faisait partie du groupe sans en avoir manifesté l'intention se voit imposer la décision judiciaire, alors même qu'elle n'était pas partie à l'instance.

En raison des obstacles auxquels se heurte le modèle américain de « class action », il a été proposé d'aménager le régime de l'action collective afin de l'adapter aux principes généraux du droit français et d'assouplir certaines règles existantes. Car si l'existence d'obstacle a été soulevée, les effets positifs de l'action collective dans notre système juridique ont été soulignés. Dans le but d'améliorer l'accès à la justice, cette procédure permettrait de regrouper de petits contentieux ayant une origine commune et diminuerait ainsi le risque de décisions contradictoires.

#### ***b. Le projet d'une « class action » à la française***

A la suite de la question posée par le Président J. Chirac sur la faisabilité juridique d'un modèle français de recours collectif et de la constitution de groupes de réflexion<sup>140</sup>, certains projets ont été présentés<sup>141</sup>.

Le schéma du projet présenté par le gouvernement en septembre 2006 retient une voie intermédiaire entre la simple amélioration du système existant de l'action en représentation conjointe et la création d'une action à laquelle les consommateurs lésés seraient associés sans avoir à donner un mandat. Aux termes du projet, seule une association de consommateurs agréée et reconnue représentative sur le plan national peut introduire l'action. Seule serait couverte la réparation des préjudices matériels et du trouble de jouissance des consommateurs nés d'un manquement d'un professionnel à ses obligations contractuelles. Le montant de la demande par consommateur ne doit pas excéder 2 000€.

Confiée à des tribunaux de grande instance spécialement désignés, la nouvelle procédure se déroulerait ainsi. Dans un premier temps, le juge se prononce sur la responsabilité du professionnel mais sans fixer le préjudice subi par les consommateurs qui ne

---

<sup>140</sup> Not. Groupe de travail ad hoc constitué le 12 avril 2005 par T. Breton, ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie, D. Perben, garde des Sceaux et C. Jacob, avec pour mission l'introduction des actions de groupe en droit français de nature « stimuler le dynamisme commercial sans le paralyser » dont le rapport a été remis le 16 décembre 2005 ;

<sup>141</sup> Proposition de loi émanant de sénateurs socialistes présentée le 25 avril 2006 ; projet de loi déposé à l'Assemblée nationale et présenté le 12 septembre 2005 par le garde des Sceaux, Pascal Clément

sont pas parties à l'action. Si le professionnel est déclaré responsable, la décision fait l'objet d'une publicité et le juge surseoit à statuer sur la liquidation des préjudices individuels des consommateurs. Il leur impartit un délai pour adresser au professionnel une demande d'indemnisation. A ce stade, le professionnel est tenu de faire une offre accompagnée d'un chèque à chaque consommateur. Si à l'expiration du délai de sursis à statuer, certaines demandes d'indemnisation n'ont pas été satisfaites, le juge statuera selon une procédure simplifiée, sans audience ni représentation obligatoires.

Le ministère d'avocat est obligatoire dans la première phrase de la procédure. Le projet ne retient pas le principe de leur rémunération en fonction du résultat de l'action. Enfin le texte prévoit que l'introduction devant le juge civil d'une action de groupe paralyse l'action pénale et déroge ainsi à la règle selon laquelle « le criminel tient le civil en l'état ».

La volonté du gouvernement est donc pour l'instant de limiter l'action collective aux consommateurs. Bien qu'en raison du changement de présidence à la tête de la République, le projet d'introduction d'un mécanisme d'action collective ne soit plus réellement d'actualité, reste à s'interroger sur l'opportunité de prévoir un tel mécanisme en droit boursier. L'action collective transposée en matière boursière permettrait-elle de mieux assurer l'indemnisation des préjudices subis par les investisseurs du fait d'infractions boursières ?

## **2. L'opportunité d'une « class action » en droit boursier**

Si l'on étudie l'opportunité de l'intégration d'un mécanisme d'action collective à l'aune du droit boursier, de nombreuses justifications militent en faveur de son adoption. Encore faut-il noter que certaines questions propres au droit des sociétés pourraient, en l'état, en limiter l'efficacité quant à l'indemnisation des victimes d'infractions boursières.

### ***a. De réelles justifications à l'introduction d'un tel recours en droit boursier***

Le domaine boursier semble être un terrain propice au développement d'une action collective. Les situations considérées se caractérisent par des préjudices individuels multiples, souvent assez faibles considérés individuellement, ayant pourtant une origine commune. D'autant plus que, comme il l'a déjà été remarqué, les rapports entre porteurs individuels et émetteurs présentent un déséquilibre flagrant qui devrait être pallié par le droit. En mutualisant leurs coûts, les petits porteurs seraient ainsi capables de s'adjoindre les services

de conseils compétents dont les honoraires constituent aujourd'hui un obstacle dirimant pour chacun d'entre eux pris individuellement.

De manière plus globale, l'introduction d'une solution procédurale efficace permettrait une véritable régulation des pratiques professionnelles par le juge, en plus de la régulation boursière dont l'AMF est en charge.

L'action collective a par sa nature même des visées réparatrices dont elle ne doit en aucune manière se départir. Elle ne doit en aucun cas devenir un instrument répressif. Cet élément permettrait de limiter le recours au juge pénal. En effet, il est regrettable qu'aujourd'hui les investisseurs soient souvent obligés de saisir les juridictions répressives pour obtenir réparation, alors même que le but de la justice pénale est de sanctionner des comportements répressifs et que tous les acteurs du monde financier appellent de leurs vœux la dépenalisation, au moins de facto, de la vie des affaires.

Enfin, l'introduction d'un mécanisme d'action collective serait susceptible de mettre fin à certains désordres actuels.

Certaines pratiques actuelles sont plus que discutables quant aux voies empruntées pour permettre l'indemnisation des victimes d'infractions boursières. Certaines actions, émanant d'associations ou de groupements d'investisseurs, prenant la forme de procédures pénales, initiées par constitution de partie civile, sont introduites dans un seul but : provoquer la conclusion d'un accord transactionnel en l'échange du retrait de la plainte. Une telle instrumentation de la procédure pénale est inacceptable. Sans sous-entendre qu'une telle instrumentalisation a eu lieu dans cette affaire, on peut citer l'exemple du cabinet Deminor qui, dans l'affaire Sidel, est parvenu à conclure un accord transactionnel avec la société en 2002<sup>142</sup>. M. Rémon, le président du Cabinet, a pu obtenir une indemnité de 20 euros par action (contre 10 euros octroyés par le juge). Ce cabinet entend par là neutraliser le facteur temps des procédures judiciaires jugées « trop longues, trop chères et par nature aléatoires »<sup>143</sup>. Ce type de pratique pose naturellement la question de l'égalité de traitement des actionnaires puisque seuls ceux qui ont mandaté un tel cabinet peuvent se voir octroyer l'indemnisation après partage du montant de l'accord transactionnel. Un auteur<sup>144</sup> avait à cet égard souligné que le versement par la société d'une indemnisation à certains de ses actionnaires pourrait constituer un abus de biens sociaux, dans la mesure où un tel accord ne bénéficierait pas tant à la société qu'à ses dirigeants. Toutefois, comme l'auteur le reconnaît,

---

<sup>142</sup> « Actionnaires, défendez vos droits ! », Dossier, *La Vie financière*, [www.laviefinanciere.com](http://www.laviefinanciere.com)

<sup>143</sup> Interview de M. Rémon, in « Actionnaires, défendez vos droits ! », op. cit.

<sup>144</sup> Y. Huyghé de Mahenge, « L'indemnisation des actionnaires victimes de délits boursiers », *RD Bancaire et fin.*, mars-avril 2002, n°2, p.107

une certaine légitimité d'une transaction peut être trouvée par la société en ce qu'elle serait elle-même menacée de poursuites pénales et de mauvaises publicités liées au dépôt de plainte par les actionnaires.

Deuxième pratique discutable à laquelle pourrait mettre fin l'introduction d'un mécanisme de « class action » en droit français est le « forum shopping » exercé par certains investisseurs. Parce qu'ils ne disposent pas des outils procéduraux adaptés pour la reconnaissance du préjudice qu'ils ont subi, les investisseurs sont susceptibles de déplacer leurs investissements sur des places financières qui offrent une meilleure protection de leurs intérêts. L'internationalisation des marchés financiers est désormais une donnée incontestable. « Le développement des systèmes de communication et l'interconnexion et/ou la concentration des marchés rendra indubitablement l'accès à des marchés et à des instruments financiers étrangers de plus en plus facile pour les émetteurs et pour les investisseurs »<sup>145</sup>. Certaines études ont en effet montré que cherchant d'abord la sécurité que leur garantit l'environnement réglementaire, les investisseurs particuliers sont susceptibles d'effectuer un tel choix. Au-delà de la délocalisation regrettable des placements boursiers vers d'autres places financières, il existe un risque de « délocalisation du procès ». En raison de la concurrence réelle qui existe entre places judiciaires, « il semble également critiquable de favoriser une forme de « délocalisation » du procès vers des horizons plus cléments pour les investisseurs »<sup>146</sup>. N'assiste-t-on pas déjà à ce phénomène dans l'affaire Vivendi Universal ? Le 25 mars 2007, Le tribunal fédéral de première instance de l'Etat de New-York a décidé d'accepter tant des Américains que des Européens dans l'action collective ouverte en juillet 2002 contre Vivendi pour avoir masqué sa réelle situation financière afin de maintenir artificiellement le cours de l'action. Peuvent intervenir dans cette procédure « les personnes de nationalités américaine, française, anglaise et hollandaise ayant acheté ou acquis des actions ordinaires ou des certificats de dépôt Vivendi (anciennement Vivendi Universal) entre le 30 octobre et le 14 août 2002. Selon la présidente de l'A.D.A.M., cette initiative judiciaire « ouvre la voie à une indemnisation effective des actionnaires »<sup>147</sup>. Lors d'une autre interview, à la réponse du journaliste « La plainte américaine est-elle un moyen de contourner la justice française », Mme Neuville répond « Pourquoi se priver d'exploiter les possibilités

---

<sup>145</sup> C. Arsouze & P. Ledoux, op. cit.

<sup>146</sup> V. Magnier, « Les class actions d'investisseurs en produits financiers », op. cit.

<sup>147</sup> Citée, « Vers une class action contre Vivendi aux États-Unis », *L'Expansion*, 26 mars 2007

de tous les systèmes judiciaires ? La mondialisation, c'est aussi ça »<sup>148</sup>. Il n'est pas la peine d'argumenter pour constater que cet état de fait n'est pas acceptable.

L'introduction de l'action collective en droit boursier repose donc sur un vrai besoin de la pratique. Pourtant, sa mise en œuvre ne peut manquer d'heurter une logique fondamentale du droit des sociétés français issue de la personnalité morale<sup>149</sup>.

### ***b. Les obstacles propres au droit des sociétés***

L'action de groupe en droit des sociétés se confronte à des obstacles d'ordre sociétaire qui se répercutent dans l'ordre procédural.

Le droit français a développé la théorie selon laquelle la présence d'une personne morale fait écran. La logique de la théorie de la personne morale a comme corollaire en droit des sociétés l'existence d'un intérêt social, distinct de la somme des intérêts des actionnaires. Dès lors, le droit français exclut l'exercice de l'action individuelle par l'actionnaire lorsque la société a souffert d'un préjudice que l'action sociale peut viser à réparer. En droit français, donc, un seul des intérêts en présence peut prévaloir, l'un étant exclusif de l'autre. Force est de constater que dans la majorité des hypothèses, l'intérêt social prévaut sur celui des actionnaires pris individuellement. Autrement dit, sans les infléchissements de jurisprudence souhaités afin de réhabiliter le préjudice personnel de l'actionnaire en parallèle du préjudice social, notamment par l'utilisation de la notion de victime par ricochet, l'introduction de l'action collective ne permettrait pas en elle-même une amélioration du sort des actionnaires victimes d'infractions boursières.

L'écran de la personne morale a des conséquences sur le plan procédural. La présence de la société complique les questions relatives au financement de l'action, tant en ce qui concerne l'engagement des frais qu'une éventuelle condamnation à payer. A l'heure actuelle, le projet du gouvernement ne prévoit pas de dérogation à la prohibition du *pacte de quota litis*. Aussi, lorsque la seule voie ouverte aux investisseurs est l'exercice de l'action *ut singuli* dans l'espoir de reconstituer le patrimoine social, c'est encore à eux d'avancer les frais nécessaires à l'action judiciaire. Cet élément est sûrement déjà l'un des obstacles majeurs à l'exercice de l'action *ut singuli* aujourd'hui ; cet inconvénient ne fera que devenir plus important avec la mise en œuvre d'une action collective. Enfin, on retrouve le dilemme posé

---

<sup>148</sup> Citée, « La mondialisation, c'est aussi ça ! Interview de Colette Neuville », *L'Expansion*, 15 octobre 2002

<sup>149</sup> V. Magnier, op. cit.



par la condamnation de la société, donc indirectement des nouveaux actionnaires, à indemniser le préjudice. Ce transfert du préjudice des actionnaires qui ont subi un dommage dans le passé sur les actionnaires présents lors du litige n'est pas dissuasif pour les dirigeants et est préjudiciable pour la communauté des actionnaires.

Par conséquent, on peut estimer que sans l'assouplissement des constructions jurisprudentielles actuelles, l'introduction de la class action, en se heurtant à la logique du droit des sociétés français, ne permettra pas en elle-même d'améliorer complètement le sort des actionnaires victimes d'infractions boursières.

La régulation judiciaire par l'introduction d'un mécanisme de class action peut être renforcée dans un sens favorable aux investisseurs lésés par des conduites répréhensibles des émetteurs. Suivant le même objectif et prenant exemple sur différents droits étrangers, une autre voie peut être envisagée. Elle consisterait à associer le régulateur étatique à l'indemnisation des victimes d'infractions boursières.

## ***Section 2***

### **L'AMF : De la protection de l'investissement à la protection des investisseurs**

---

La protection de l'épargne investie en bourse est assurée depuis 1967 par une autorité administrative indépendante, avant la COB aujourd'hui l'AMF. Le but d'une telle autorité a principalement été d'accroître l'attractivité des marchés financiers français et d'assurer le financement de l'économie. Dotée du pouvoir d'infliger des sanctions administratives, l'AMF demeure investie d'une mission de protection de l'épargne et non de défense de l'épargnant. D'aucuns ont pu souligner que « l'objectif recherché par le législateur français en matière financière est patent : protéger l'activité et non les acteurs ; l'investissement et non les investisseurs ; l'épargne et non les épargnants »<sup>150</sup>. Une évolution en la matière n'est-elle pas souhaitable ? Associer l'AMF à l'indemnisation des victimes d'infractions boursières permettrait sûrement une amélioration de leur sort, éventuellement complétée en parallèle par l'introduction d'un mécanisme d'action collective. Justement, le projet souhaité par le président de l'AMF, M. Prada, et par le législateur d'octroyer à l'autorité de régulation un

---

<sup>150</sup> B. Deffains & F. Stasiak, op. cit.

pouvoir de transaction ouvre la réflexion sur la mise en place d'une procédure de réparation des préjudices subis.

Compléter les attributions de l'AMF avec le pouvoir de transiger (A.) ouvre de nouvelles perspectives quant à l'indemnisation des victimes d'infractions boursières (B.).

## **A. LE RENFORCEMENT DE L'ARSENAL JURIDIQUE A LA DISPOSITION DE L'AMF**

Malgré un arsenal de pouvoirs déjà bien complet, il est, depuis quelque temps, envisagé d'octroyer à l'AMF un pouvoir transactionnel (1.), bien que certaines voix s'élèvent pour critiquer une telle solution et que des questions restent sans réponse (2.).

### **1. Un nouveau pouvoir pour l'AMF**

L'AMF aspire, à l'image de la SEC américaine, à pouvoir transiger, ce qui viendrait renforcer le panel de pouvoirs déjà à sa disposition.

#### ***a. Les pouvoirs actuels de l'AMF***

Pour exercer ses missions, l'Autorité des Marchés Financiers dispose des pouvoirs classiques de la régulation qui se décomposent en trois catégories.

L'AMF est d'abord doté d'un pouvoir de réglementation dont les règles sont prévues dans le règlement général. Elle peut aussi prendre des décisions de portée individuelle et publier des instructions et des recommandations aux fins de préciser l'interprétation du règlement général<sup>151</sup>. Le règlement général détermine notamment les règles de pratique professionnelle qui s'imposent aux émetteurs faisant appel public à l'épargne ainsi que les règles qui doivent être respectées dans les opérations sur des instruments financiers placés par appel public à l'épargne<sup>152</sup>.

Elle exerce un pouvoir de contrôle. A priori, elle délivre des autorisations qui prennent la forme d'agrément, de visas et elle décide de la recevabilité des offres publiques<sup>153</sup>. A posteriori, elle exerce un contrôle sur le document de référence délivré par les sociétés faisant appel public à l'épargne et sur l'information permanente diffusée par les émetteurs. Ce contrôle s'étend aux professionnels qui doivent respecter les obligations professionnelles

---

<sup>151</sup> art. L 621-6 c. mon. fin.

<sup>152</sup> art. L 621-7 c. mon. fin.

<sup>153</sup> art. L 621-8 c. mon. fin.

auxquels ils sont astreints en vertu des dispositions législatives et réglementaires, aux produits et aux marchés. Elle veille ainsi à la régularité des opérations effectuées sur des titres faisant l'objet d'appel public à l'épargne. Ce faisant, elle a sa disposition des pouvoirs d'enquête. Elle peut procéder à des contrôles sur pièces et sur place sur demande motivée du secrétaire général de l'Autorité des marchés financiers et après autorisation du président du tribunal de grande instance, pour la recherche des infractions de délits d'initié, de communication ou diffusion d'informations fausses ou trompeuses et de manipulations de cours<sup>154</sup>.

Enfin, tout comme la COB, elle est dotée d'un pouvoir coercitif. Elle peut prononcer des injonctions mettant fin aux manquements aux obligations résultant des dispositions législatives ou réglementaires ou des règles professionnelles visant à protéger les investisseurs contre les infractions boursières<sup>155</sup>. Enfin, elle peut, après une procédure contradictoire, prononcer une sanction à l'encontre des personnes placées sous sa compétence. Les sanctions peuvent aller de l'avertissement, du blâme à l'interdiction d'exercer à titre temporaire ou définitif. A la place ou en sus de ces sanctions, la commission des sanctions de l'AMF peut prononcer une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 1,5 million d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés<sup>156</sup>.

En dépit de ce large éventail de pouvoirs, l'AMF souhaite se doter d'un pouvoir de transaction.

#### ***b. Le projet de mise en place d'un pouvoir transactionnel de l'AMF***

Appelé de ses vœux par le président de l'AMF, M. Prada et souhaité par le législateur, le projet de mise en place d'un pouvoir transactionnel aurait pour but de permettre au régulateur boursier de disposer d'une action répressive plus en phase avec le rythme rapide des marchés financiers<sup>157</sup>. L'AMF pourrait ainsi être en mesure de conclure plus rapidement certaines poursuites, ce qui conférerait une plus grande effectivité à la répression et efficacité à la sanction, même négociée. Or, comme l'indiquait déjà Beccaria, « plus le châtimement sera prompt, plus il suivra de près le crime qui a été commis, plus il sera juste et utile »<sup>158</sup>.

---

<sup>154</sup> art. L 621-9 c. mon. fin.

<sup>155</sup> art. L 621-14 c. mon. fin.

<sup>156</sup> art. L 621-15 c. mon. fin.

<sup>157</sup> H. de Vauplane, « Projet de mise en place d'un pouvoir transactionnel de l'AMF », *Rev. Banque*, avril 2005, n°668, p.86

<sup>158</sup> C. Beccaria, *Des délits et des peines*, Flammarion, 2006

Dès 2004, le Sénateur, M. Marini<sup>159</sup>, note que l'échelle de sanctions de l'AMF serait utilement complétée par l'octroi à cette autorité d'un pouvoir de transaction. Un tel pouvoir de transaction, qui n'impliquerait pas nécessairement une reconnaissance juridique et explicite de la culpabilité de la part de l'acteur incriminé, mais plutôt une reconnaissance des faits et un engagement de ce dernier de modifier son comportement sur les marchés, constituerait un facteur puissant de rapidité et donc de crédibilité de l'autorité. Il ne constituerait pas un bouleversement majeur du droit français, dans la mesure où les procédures de transaction et de clémence peuvent aujourd'hui être appliquées par le Conseil de la concurrence<sup>160</sup>. Il observe, par ailleurs, que l'introduction récente en droit positif du « plaider coupable »<sup>161</sup> par la loi du 9 mars 2004<sup>162</sup>, offre une référence propice à la création d'un tel dispositif de transaction de l'AMF.

Aussi, un avant-projet de loi tendant à conférer un pouvoir de transaction a été rédigé : il prévoit d'introduire dans le Code monétaire et financier une procédure de transaction qui constituerait une alternative à des poursuites pénales, administratives ou disciplinaires en cas d'infractions boursières constatées par l'Autorité de marché<sup>163</sup>. Plus exactement, le projet prévoit l'insertion après l'article L 621-17 du Code monétaire et financier une sous-section intitulée « Transactions » comportant trois articles et propose de modifier les dispositions de l'article L 621-15 du même code énonçant les sanctions qui peuvent être prononcées par la commission des sanctions de l'AMF. Serait ainsi conféré au collège de l'AMF le pouvoir d'ouvrir une « procédure de transaction » avec toute personne à l'encontre de laquelle il envisage de notifier des griefs. Le contenu de la transaction peut consister en l'exécution dans un certain délai, d'une ou plusieurs des mesures suivantes : paiement d'une amende transactionnelle au Trésor public, dont le montant est fixé en fonction de la gravité des faits et des ressources et charges de la personne concernée ; paiement d'une somme permettant de garantir la réparation des dommages causés par le manquement ou l'infraction ; paiement d'une somme à une victime, lorsque celle-ci est identifiée au moment de la transaction, de nature à réparer les dommages qui lui ont été causés par le manquement ou l'infraction. La

---

<sup>159</sup> Rapport d'information sur le projet de loi, portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers, M. Marini, n°309, enregistré au Sénat le 27 avril 2005

<sup>160</sup> Loi n°2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques ; V. M. Koehler de Montblanc & K. Biancone, « La procédure de transaction devant le Conseil de la concurrence », *JCP E*, 1<sup>er</sup> septembre 2005, n°35, p.1374

<sup>161</sup> Comparution sur reconnaissance préalable de culpabilité

<sup>162</sup> Loi n°2004-204 du 9 mars 2004 portant adaptation de la justice aux évolutions de la criminalité

<sup>163</sup> N. Rontchevsky & M. Storck, « Faut-il donner à l'Autorité des marchés financiers le pouvoir de transiger ? », *Chronique de droit des marchés financiers, RTD com.*, avril-juin 2005, p. 378

transaction pourrait aussi prévoir l'interdiction, à titre temporaire ou définitif, de l'exercice de tout ou partie des activités de la personne concernée.

La transaction comporte une déclaration de la personne concernée indiquant qu'elle ne conteste pas la réalité des faits objets de la transaction et, en cas de faits susceptibles de qualification pénale, une déclaration indiquant qu'elle reconnaît avoir commis un ou plusieurs de ces délits. Cet élément est présenté « comme une contrepartie de l'extinction de l'action publique et une conséquence nécessaire de la validation par un juge de la transaction ». Les procédures se distinguent selon que les faits revêtent ou non une qualification pénale. En effet, lorsque les faits visés ne constituent pas une infraction pénale, la transaction n'est pas validée par un juge. L'exécution de la transaction a pour conséquence d'interdire l'ouverture d'une procédure de sanctions par l'AMF à l'encontre de la personne concernée, pour les faits objets de la transaction. Au contraire, lorsque les faits sont susceptibles d'une qualification pénale, le collège ne peut ouvrir une procédure de transaction qu'avec l'accord du procureur de la République de Paris qui doit se prononcer dans un délai d'un mois à compter de sa saisine par le collège. La mise en mouvement de l'action publique empêche ou met fin à la procédure de sanction. Si le procureur donne son accord, les griefs sont notifiés à la personne concernée et le secrétaire général doit négocier avec elle le contenu de la transaction. Lorsque la personne concernée accepte la proposition de transaction, le collège transmet celle-ci au procureur de la République qui saisit, sans délai, par requête le président du tribunal afin de validation. Ainsi lorsque les faits sont de nature pénale, la transaction fait l'objet d'un double contrôle, préalable et a posteriori, de l'autorité judiciaire et l'ordonnance qui valide la transaction est rendue en audience publique. L'exécution de la transaction éteint l'action publique à l'égard de la personne mise en cause sur les faits objets de la transaction et interdit, dans les mêmes limites, l'ouverture d'une procédure de sanctions par l'AMF.

Enfin, il faut noter que le projet entend modifier le montant des sanctions pécuniaires pouvant être prononcées par la commission des sanctions ; il peut être fixé à 10% du montant du chiffre d'affaires mondial hors taxes, ou son équivalent, le plus élevé réalisé au cours d'un des exercices clos depuis l'exercice précédant celui au cours duquel les manquements ont été commis.

L'avenir de ce projet reste actuellement pour le moins incertain, sans aucun doute en raison, à la fois des critiques qui se sont élevées et des questions qui demeurent irrésolues.

## **2. Un projet encore incertain**

### ***a. Les difficultés soulevées par la procédure envisagée***

Discuté sur le principe, le projet d'accorder un tel pouvoir se heurte d'abord à des objections liées aux questions encore en suspens dans la procédure envisagée actuellement<sup>164</sup>.

L'accès au dossier de l'AMF par la personne mise en cause n'est pas clairement organisé et celle-ci ne dispose que d'un délai très bref de quinze jours pour accepter la proposition de transaction, ce qui accentue encore plus le risque de pressions – sans faire pour autant un procès d'intention à l'institution.

L'impossibilité d'utiliser les déclarations de la personne mise en cause en cas de procédure judiciaire suite à l'échec de la transaction ne semble pas constituer une garantie suffisante pour cette dernière car le déclenchement de la transaction sera sûrement considéré comme une reconnaissance, même partielle, des faits et des griefs.

La mise en mouvement de l'action publique par une victime fait échec à la transaction, et ce même si la procédure est en cours.

En cas d'exécution de la transaction, la juridiction judiciaire qui serait saisie d'une demande d'indemnisation d'une victime statuerait au vu des éléments figurant dans le dossier de la procédure de transaction et aurait ainsi connaissance des déclarations concernant la réalité des faits ou la connaissance d'un ou plusieurs délits ainsi que des documents produits. La transaction pourrait ainsi affaiblir la position de la personne mise en cause en cas d'action ultérieure des victimes, ce qui constitue une différence majeure avec la transaction de la SEC. Cette reconnaissance de griefs paraît d'autant plus dangereuse qu'elle pourrait ensuite être utilisée par des victimes agissant devant des juridictions étrangères qui peuvent infliger des dommages-intérêts punitifs à l'auteur d'un manquement<sup>165</sup>.

Mais, au-delà des défauts présentés par un avant-projet qui peut toujours subir des modifications, reste que ce projet pose des questions plus générales sur les pouvoirs de l'AMF. La transaction serait-elle le pouvoir de trop ?

### ***b. Les objections de principe à l'octroi d'un tel pouvoir***

---

<sup>164</sup> N. Rontchevsky & M. Storck, op. cit.

<sup>165</sup> E. Didier & F. Ninane, « Clémence et lutte contre les cartels », *Les Echos*, 31 mars 2005, p.12 (les auteurs soulignent ce risque en droit de la concurrence dans le cadre de la procédure de transaction devant le Conseil de la concurrence)

Le projet de mise en place d'un pouvoir de transaction a soulevé de nombreuses critiques chez les juristes et les professionnels<sup>166</sup>.

A notamment été mise en exergue la fausse exemplarité de la Securities and Exchange Commission (SEC) américaine. A l'origine de ce projet, se trouve le modèle de la SEC qui, dans plusieurs affaires très médiatiques, a montré les mérites d'une procédure rapide et efficace. Cependant, une analyse plus approfondie du pouvoir de transaction de la SEC met en évidence que sa transposition en droit français ne va pas de soi. « La transaction dont dispose la SEC est d'une nature toute différente de la transaction dont serait dotée l'AMF »<sup>167</sup>. Il faut d'abord noter que le pouvoir de sanction administrative pécuniaire de la SEC est beaucoup plus restreint que celui de l'AMF. La SEC ne peut que prononcer des injonctions administratives<sup>168</sup> de ne pas faire ou de faire et le déboursement des profits réalisés. Ainsi, la SEC n'utilise pas son pouvoir transactionnel dans le cadre d'une procédure de sanction des infractions boursières dont elle définit elle-même le contenu dans le cadre de son pouvoir réglementaire. La procédure de transaction est initiée par la SEC qui, en contrepartie d'une somme que la personne mise en cause accepte de payer, consent à ne pas engager un procès civil. Cet élément présente un avantage primordial pour la personne concernée car cela lui permet d'éviter les effets collatéraux d'une décision judiciaire obtenue par la SEC. En cas de décision judiciaire défavorable à la personne poursuivie, celle-ci ne peut plus contester dans une autre procédure judiciaire les faits et leur qualification juridique qui ont fait l'objet de la décision judiciaire<sup>169</sup>. Ce risque est écarté en cas de transaction avec la SEC car les règles fédérales de procédure n'admettent pas que les faits contenus dans une transaction soient admissibles comme preuve<sup>170</sup>. La formule ainsi utilisée dans la transaction est celle selon laquelle la personne concernée accepte la transaction sans admettre les allégations mais sans les nier non plus<sup>171</sup>. Par conséquent, le pouvoir de transaction de la SEC s'inscrit non pas dans le cadre d'un pouvoir de sanction administrative comme en France, mais dans une procédure de nature civile qui consiste à rechercher la réparation des préjudices causés au marché, et donc aux investisseurs, par les personnes poursuivies. La transaction se concluant entre

---

<sup>166</sup> J-J. Daigre & P-H. Conac, « AMF et transaction », *Rev. Droit bancaire et fin.*, novembre-décembre 2004, n°6, p.389 ; « Et si le gendarme boursier transigeait », *PA*, 24 février 2005, n°39, p.3 ; F. Peltier, « Ne pas transiger sur la transaction », *D.* 2005, p.958 ; H. de Vauplane, op. cit. ; N. Rontchevsky & M. Storck, op. cit.

<sup>167</sup> F.Peltier, op. cit.

<sup>168</sup> « cease and desist order »

<sup>169</sup> « collateral estoppel »

<sup>170</sup> P-H. Conac, « Le pouvoir de transaction de la Securities and Exchange Commission (SEC) », *BJB*, février 2005, n°2, p.99

<sup>171</sup> « without admitting or denying the allegations » en matière civile ; « without admitting or denying the findings of fact », en matière pénale

parties égales se substitue à un procès civil dont la SEC peut prendre l'initiative au nom des investisseurs victimes. Force est de constater les différences fondamentales du projet de mise en place d'un pouvoir transactionnel de l'AMF. Ce pouvoir conduirait à la confusion de l'accusateur et du juge. « La transaction devient alors un raccourci à la disposition du juge »<sup>172</sup>. Faut-il signaler à cet égard que l'AMF dispose d'un pouvoir discrétionnaire d'auto-saisine, ce qui fait craindre le préjugement et non plus un jugement équitable. Ensuite, plus globalement, si ce pouvoir s'inscrit seulement dans une action répressive, il ne serait pas acceptable. « Permettre à une autorité administrative de s'inspirer du modèle (américain) de justice dans une logique de répression et non de réparation, comme c'est le cas aux Etats-Unis, et sans le confronter à l'ensemble des pouvoirs de puissance publique dont l'AMF a été dotée, n'est pas raisonnable, au risque de créer une justice d'exception en matière boursière »<sup>173</sup>.

Le projet de pouvoir transactionnel pose ainsi une question de principe. L'AMF concentre l'équivalent des pouvoirs législatifs (pouvoir d'édicter des normes), exécutif (pouvoir de prendre des décisions individuelles et de contrôler par enquête le respect des normes) et judiciaire (pouvoir de sanctionner). Plus encore, dans l'ordre répressif, elle cumule les pouvoirs de poursuite, d'instruction et de sanction. Faut-il y ajouter le pouvoir de transiger ?<sup>174</sup> Question qui se pose avec d'autant plus d'acuité que la transaction éteindra les poursuites et écartera, sauf exception tout contrôle juridictionnel.

Accorder un tel pouvoir à l'autorité de régulation ne paraît raisonnable que s'il s'inscrit dans une meilleure prise en compte des intérêts des investisseurs lésés en permettant leur indemnisation. De manière complémentaire ou non avec le renforcement de la régulation judiciaire par l'introduction d'un mécanisme d'action collective, l'idée d'associer l'autorité des marchés à la protection des investisseurs peut être discutée.

## **B. La mise en place d'une procédure de réparation des préjudices subis**

Aujourd'hui, l'AMF est un acteur, si ce n'est majeur, au moins incontournable de la répression des infractions boursières. Mais, les sanctions pécuniaires infligées par l'AMF sont versées au Trésor public et ne contribuent en rien à l'indemnisation des victimes de ces

---

<sup>172</sup> F. Peltier, op. cit.

<sup>173</sup> F. Peltier, op. cit.

<sup>174</sup> J-J. Daigre & P-H. Conac, op. cit.



infractions. C'est pourquoi, à l'aune des exemples étrangers offerts en la matière (1.), peut être discutée l'opportunité de la mise en place d'une procédure de réparation des préjudices en droit français sous la tutelle de l'autorité de régulation (2.).

## **1. Les exemples étrangers**

Deux exemples étrangers méritent une étude plus approfondie quant à la mise en œuvre d'une procédure de réparation des préjudices de victimes d'infractions boursières. Alors que l'exemple des Etats-Unis avec la SEC est le plus connu, celui de la Grande-Bretagne avec la Financial Services Authority (FSA) sera également évoqué.

### ***a. La SEC, l'organe protecteur des investisseurs***

Née au lendemain de l'effroyable crise financière de 1929 aux Etats-Unis et à la suite de nombreux scandales, la mission de la SEC a toujours été plus dirigée vers la défense des investisseurs. Il est intéressant de noter que la première mission que met en exergue la SEC sur son site internet<sup>175</sup> est la protection des investisseurs. Viennent seulement ensuite la protection des marchés et la facilitation de la formation des capitaux. La SEC n'a donc eu de cesse de jouer un rôle très important dans l'indemnisation des victimes d'infractions boursières.

D'abord, les tribunaux fédéraux ont admis que la SEC puisse demander le déboursement des profits réalisés<sup>176</sup>. Même si le déboursement n'est pas en soi une sanction ni même une réparation, mais vise simplement à priver l'auteur du profit réalisé, la SEC peut l'affecter à l'indemnisation des investisseurs.

Depuis plusieurs réformes intervenues dans les années 1980 et 1990, la SEC peut également demander des sanctions pécuniaires civiles<sup>177</sup> devant un tribunal fédéral, en cas de violation de quatre lois dont elle assure le respect<sup>178</sup>. En cas de délit d'initiés, le montant des sanctions pécuniaires civiles est de trois fois les profits réalisés ou de la perte évitée<sup>179</sup>. La loi Sarbanes-Oxley de 2002 autorise la SEC à affecter le produit des sanctions pécuniaires à

---

<sup>175</sup> [www. sec.gov](http://www.sec.gov).

<sup>176</sup> « order of disgorgement »

<sup>177</sup> « civil monetary penalties »

<sup>178</sup> Securities Act de 1933 ; Securities Exchange Act de 1934, Investment Company Act de 1940 ; Investment Adviser Act de 1940

<sup>179</sup> Section 21A du Securities Exchange Act

l'indemnisation des investisseurs dès lors que la personne concernée a été soumise à un déboursement<sup>180</sup>.

En parallèle, le Congrès, préférant une approche différente de la répression administrative s'est longtemps montré réticent à confier à la SEC un pouvoir de sanction pécuniaire. Il faut attendre 1990 pour que la SEC soit dotée d'un tel pouvoir. Mais comme il l'a déjà été souligné, ce pouvoir reste limité car les sanctions ne peuvent consister qu'au prononcé de la restitution des profits illégaux réalisés. Ce pouvoir s'avère de dans la pratique très efficace. Du fait de la possibilité offerte à la SEC de transiger sur des poursuites civiles, son pouvoir va au-delà de la simple demande de restitution. Dans le cadre d'une transaction, la SEC détermine elle-même la sanction financière qu'elle propose au contrevenant en échange de l'abandon des poursuites judiciaires civiles. Certes, cet accord est soumis au juge pour le rendre exécutoire mais le quantum de la sanction a été en fait déterminé par la SEC. « Celle-ci exerce donc, par le biais du volet financier des transactions civiles, un véritable pouvoir de sanction pécuniaire »<sup>181</sup>. Les montants des transactions atteignent ainsi parfois des sommes impressionnantes. Par exemple, la transaction conclue par la SEC en août 2004 avec Bristol Myers Squibb représente un montant de 150 millions de dollars, ce qui équivaut à 5% du résultat de l'exercice 2003 et 0,7% du chiffre d'affaires. Mais le plus intéressant en ce qui concerne les investisseurs vient de l'avenir de ces sommes qui sont généralement placées sur des comptes et qui sont ensuite partagées entre les investisseurs victimes des pratiques qui ont été l'objet de la transaction. En 2003, selon le site de la SEC, 78 actions entraînant la mise en place de fonds d'indemnités pour un total approximatif de 3,1 milliards de dollars étaient en cours. Une affaire apparaît particulièrement intéressante du point de vue français. Le 24 décembre 2003, la SEC a annoncé avoir conclu un accord transactionnel avec Vivendi Universal SA, l'ancien président, Jean-Marie Messier et l'ancien directeur financier, Guillaume Hannezo. Cet accord prévoit le versement par Vivendi Universal de cinquante millions à titre de sanctions civiles, tandis que Jean-Marie Messier et Guillaume Hannezo ont consenti à verser à titre de déboursement et de sanctions civiles la somme d'un million de dollars. Conformément à la section 308 de la loi Sarbanes-Oxley, la commission a décidé, dans cette affaire, d'utiliser ces fonds, issus à la fois du déboursement et des sanctions civiles, à indemniser les investisseurs fraudés qui étaient porteurs de titres Vivendi et de certificats de dépôts américains (pour les investisseurs étrangers). Sachant que les investisseurs lésés par les

---

<sup>180</sup> Section 308 « Fair Funds for Investors » de la loi Sarbanes-Oxley Act de 2002, « the amount of such civil penalty shall, on the motion or at the direction of the Commission, be added to and become part of the disgorgement fund for the benefit of the victims of such violation »

<sup>181</sup> P-H. Conac, op. cit.

pratiques illicites exercées par Vivendi Universal se sont regroupés pour initier une class action, ce qui n'empêche pas de participer à la distribution des sommes transigées, il est certain que l'indemnisation des victimes a, dans cette affaire, été assurée. Est-ce la peine de préciser que l'indemnisation ainsi obtenue n'a été possible qu'outre-Atlantique et qu'en France aucune décision de justice n'a pour l'instant été rendue.

Malgré les avantages que procure le modèle américain en termes d'indemnisation monétaire des investisseurs victimes d'infractions boursières, le modèle français paraît bien éloigné pour qu'une transposition de ces règles puisse réellement être réalisée, sauf à admettre l'octroi du pouvoir de transaction aux fins de réparation. Les sommes ainsi versées pourraient servir un fonds d'indemnisation à partager entre les investisseurs concernés.

Afin d'améliorer l'indemnisation des victimes d'infractions boursières, l'inspiration peut simplement venir d'outre-Manche, c'est-à-dire de Grande-Bretagne.

***b. La récente mise en place d'une procédure de réparation des préjudices subis associant la FSA***

L'AMF s'est montrée intéressée par certains dossiers traités par la Financial Security Authority qui a mis en œuvre une procédure de réparation des préjudices subis par les investisseurs<sup>182</sup>.

Instituée par loi Financial Services and Markets (FSMA) de 2000, la FSA est une autorité indépendante non gouvernementale dont les objectifs sont la confiance dans le marché, l'information du public, la protection des consommateurs et la réduction de la criminalité financière. Depuis cette loi, a été mise en place une procédure de réparation des préjudices subis par les investisseurs. Conformément à la section 384 du FSMA, la FSA a le pouvoir de prononcer à l'encontre d'une société, qui a manqué aux règles et principes ou qui a commis un abus de marché ou un délit prévu par le FSMA, un ordre de restitution<sup>183</sup>. Ce pouvoir peut être exercé lorsqu'il apparaît que la société a réalisé des profits en contrevenant aux règles applicables ou lorsqu'il apparaît qu'une ou plusieurs personnes ont subi des préjudices ou ont été affectées par ces manquements. Ce pouvoir consiste pour la FSA d'exiger de la société concernée de verser une somme que la FSA estime juste à la personne

---

<sup>182</sup> F. Roussel, « Présentation des grandes lignes d'une procédure de transaction conduite par l'Autorité des marchés financiers », art. du colloque organisé par l'AEDBF, « Faut-il accorder à l'AMF le pouvoir de transiger ? », 8 février 2005

<sup>183</sup> « restitution orders »

appropriée ou de distribuer cette somme entre les personnes lésées. La décision de la FSA d'exercer ce pouvoir peut faire l'objet d'un recours devant le Financial Services and Markets Tribunal.

Le règlement général du FSA prévoit les règles quant aux critères à utiliser pour déterminer si oui ou non une restitution doit être ordonnée<sup>184</sup>. Ces critères incluent le nombre de personnes qui ont subi des préjudices et, dans la mesure du montant des préjudices subis, le coût qu'une telle procédure aurait pour la FSA ainsi que la solvabilité de la société et la possibilité pour les consommateurs d'obtenir une indemnisation par d'autres moyens. Dès lors la FSA considère généralement que, dans l'hypothèse où de nombreuses personnes ont été affectées ou que les préjudices subis ont été substantiels, l'intervention de la FSA est appropriée.

Sans nul doute, cette procédure pourrait servir de point de départ à la réflexion en France de la mise en place d'une procédure de réparation des préjudices subis par l'AMF. D'ailleurs, lors d'une commission consultative intitulée « Epargnants et actionnaires minoritaires : propositions portant sur le document de l'AMF pour une meilleure régulation » en date du 5 octobre 2006, l'AMF, en tant que « gendarme de la bourse » s'est dite favorable à l'instauration par une loi de procédures collectives de réparation du préjudice causé aux investisseurs.

Encore faut-il poser les termes du problème en France.

## **2. Les termes du problème en France**

Si le projet de mise en place d'un pouvoir transactionnel au profit de l'AMF comporte un volet concernant l'indemnisation des victimes ce qui dénote l'intérêt que cette question suscite, des difficultés et des objections importantes demeurent.

### ***a. Le projet actuellement envisagé***

Deux voies sont envisagées par le projet pour améliorer la prise en compte des victimes de pratiques faisant l'objet de la transaction.

---

<sup>184</sup> Chapitre 9.6, « Enforcement – Restitution »

Comme il l'a déjà été mentionné, en sus des amendes versées au Trésor public, la transaction pourrait prévoir le paiement d'une somme permettant de garantir la réparation des dommages causés par le manquement ou l'infraction voire le paiement d'une somme à une victime lorsque celle-ci est identifiée au moment de la transaction de nature à réparer les dommages qui lui ont été causés par le manquement ou l'infraction. Ainsi, si la transaction adoptée comporte des mesures d'indemnisation, les victimes peuvent accepter la somme allouée, et recouvrer, en cas de besoin, celle-ci suivant la procédure d'injonction de payer.

En parallèle, il est prévu que l'exécution de la transaction ne peut pas neutraliser le droit à indemnisation des victimes d'infractions, qu'elles soient identifiées ou non. Lorsque les victimes sont identifiées pendant la procédure de transaction, elles ne sont pas parties à la négociation et ne peuvent pas faire appel de l'ordonnance de validation du juge. D'où, si elles considèrent que les sommes allouées par la transaction ne sont pas satisfaisantes, elles peuvent engager une action civile devant le juge civil ou le juge pénal statuant en matière civile pour faire fixer à nouveau leur préjudice. Dans ce cas, elles peuvent produire aux débats le dossier de la transaction et notamment, au pénal, la reconnaissance de culpabilité de l'auteur des faits. Cette reconnaissance a, en effet, été considérée comme nécessaire pour préserver les droits des victimes qui n'auraient plus alors à démontrer devant le juge civil l'imputabilité des faits à la personne concernée, mais seulement leur préjudice et le lien de causalité entre celui-ci et l'infraction reconnue. De même, lorsqu'elles ne sont pas identifiées au moment de la transaction, les victimes peuvent engager la même action civile et peuvent également produire devant le juge saisi le dossier de la transaction.

Cette formule appelle plusieurs observations quant aux difficultés qu'elle pose.

### ***b. Les difficultés posées***

S'agissant de la première formule, la première question à soulever consiste à savoir qui serait en charge d'indemniser la victime. Selon le secrétaire général Gérard Rameix, le régulateur ne prendrait pas en charge cette indemnisation. Il estime que l'AMF n'est pas doté des structures nécessaires pour assumer cette mission. Florence Roussel, secrétaire général adjoint de l'AMF précise que l'AMF souhaite pouvoir obtenir des personnes parties à la transaction qu'elles souscrivent des engagements d'indemnisation des victimes garantis par la mise en place d'un séquestre. Ce modèle serait à l'image de celui retenu par la SEC qui place

elle aussi les sommes allouées au titre des transactions dans des fonds avant de nommer une personne en charge de la distribution<sup>185</sup>.

Plus globalement, d'aucuns ont pu considérer que ne relevait pas du rôle de l'AMF l'indemnisation des victimes<sup>186</sup>. A titre de comparaison, il a pu être noté que dans la nouvelle procédure pénale de comparution sur reconnaissance préalable de culpabilité, c'est le juge saisi sur requête du parquet de l'homologation qui statue sur les intérêts civils si la victime est représentée ; si elle n'a pas pu l'être, elle peut citer l'auteur des faits devant le tribunal correctionnel aux fins d'obtenir réparation. En d'autres termes, seul le juge de la validation devrait être en mesure de statuer sur les dommages-intérêts à accorder.

Cependant, une telle opinion, si elle est légitime, ne permet pas d'améliorer le sort des victimes. Selon l'exposé des motifs de l'avant-projet de mise en place d'un pouvoir de transaction, les victimes n'auront pas, devant le juge civil, « à démontrer l'imputabilité des faits à la personne concernée mais seulement à démontrer, d'une part leur préjudice, d'autre part, le lien de causalité avec l'infraction reconnue ». C'est oublier qu'actuellement, le droit français peine justement à reconnaître l'existence d'un préjudice subi du fait d'infractions boursières ou, au moins, à le déterminer de manière cohérente, et que la preuve du lien de causalité n'est pas non plus chose aisée pour les demandeurs à l'action. Autrement dit, sauf à associer l'AMF à l'indemnisation des victimes d'infractions boursières, seuls des efforts de cohérence et de réflexion de la part de la jurisprudence permettront aux victimes d'être pris en compte par le droit français boursier.

---

<sup>185</sup> Ainsi dans l'affaire Vivendi Universal, M. Jeffrey B. Sklaroff était ainsi nommé par la Cour en tant que « distribution agent » dont la mission était de partager les 51 millions de dollars versés.

<sup>186</sup> H. de Vauplane, op. cit.

## *Conclusion*

---

La difficile prise en compte des victimes d'infractions boursières en droit français, si elle s'explique par la volonté prédominante de sanctionner ces comportements plutôt que de permettre leur réparation, peut trouver également son origine dans les réticences traditionnelles de la société française face au jeu boursier et à la notion de spéculation qui l'entoure.

Cependant, l'insuffisance du droit français à assurer la juste indemnisation des investisseurs fraudés ne paraît pas acceptable, notamment eu égard aux enjeux existants. A l'ère de la mondialisation des placements financiers et des flux financiers transnationaux, il ne s'agit pas simplement d'attirer de nouveaux capitaux mais surtout de ne pas en entraîner leur fuite vers d'autres places boursières qui offrent des meilleures opportunités de réparation. Des évolutions sont donc appelées de vive voix, d'autant plus que, dans un premier temps, de profonds changements ne s'avèrent pas forcément nécessaires. De simples infléchissements ou assouplissements de la jurisprudence pour intégrer la dimension particulière de l'environnement boursier sont déjà porteurs d'une amélioration très nette de la situation des investisseurs victimes d'infractions boursières. Les mécanismes légaux de la responsabilité civile et du droit judiciaire privé, s'ils soulèvent certes des difficultés, ne constituent pas véritablement en soi des obstacles à l'indemnisation de ces victimes. C'est bien dans l'interprétation adoptée par la jurisprudence que résident les vrais blocages. « La politique de refoulement ou d'aspiration de l'action civile dépend principalement de la discrétion de la Cour de cassation, pour expliquer que les moteurs de cette politique ne (re)posent pas sur des considérations juridiques, mais d'opportunité »<sup>187</sup>. Donc l'évolution souhaitable est possible et les signes d'une tendance plus favorable aux intérêts des investisseurs apparaissent déjà.

Plus globalement, entre répression pénale et répression administrative, tout tourne en la matière autour de la sanction, qui doit être la plus rapide et la plus efficace possible. Mais, « loin de la fureur et du bruit des enquêtes boursières »<sup>188</sup>, il convient sûrement de réhabiliter le rôle que peut jouer le juge civil dans l'indemnisation des investisseurs fraudés. Au contraire du juge pénal, la réparation des dommages subis reste sa mission principale. Pour cette raison, une future introduction en droit français d'un recours collectif ouvert aux porteurs

---

<sup>187</sup> Cass. crim, 13 décembre 2000, deux arrêts, *DP*, avril 2001, comm. 47, p.16, obs. J-H. Robert

<sup>188</sup> E. Dezeuze, note sous CA Paris, 26 septembre 2003, préc.

d'instruments financiers constitue une opportunité à visée réparatrice. Car, il faut bien garder à l'esprit, dans le domaine boursier, la place relative qu'occupe le juge pénal par rapport à l'autorité de régulation. De 1990 à 2001, on compte vingt-cinq condamnations en matière de délit d'initié, deux en matière de manipulation de cours et dix-huit en matière de diffusion de fausse information<sup>189</sup>. Aussi, face d'une part à la certaine marginalisation du recours au juge pénal, dont la mission essentielle est de sanctionner des comportements illicites et non d'octroyer une indemnisation et d'autre part aux difficultés et controverses que soulève aujourd'hui l'octroi d'un nouveau pouvoir à l'AMF certes tourné vers les intérêts des investisseurs, le renouveau du rôle du juge civil à travers notamment l'introduction d'un mécanisme d'action collective est à envisager sérieusement. Cependant l'efficacité d'une telle réforme reste subordonnée aux assouplissements jurisprudentiels souhaités en premier lieu.

Autrement dit, l'indemnisation des victimes d'infractions boursières, peu importe les changements d'envergure auxquels le droit français peut procéder, demeure, en tout état de cause, conditionnée à l'évolution de l'attitude du juge français qui doit se montrer plus favorable aux intérêts des investisseurs. Ce dernier ne peut rester sourd à la nécessité économique et morale d'assurer l'indemnisation des porteurs de titres.

---

<sup>189</sup> Chiffres cités in S. Portelli, « Les sanctions pénales en matière économique et financière, Introduction : bilans et questionnements », *PA*, 12 janvier 2006, n°9, p.11



## *Bibliographie*

---

### ▪ Ouvrages

D. Schmidt, *Les Conflits d'intérêts dans la société anonyme*, éd. Joly, 1999

*Mélanges en l'honneur de Daniel Bastian*, t. 1, Droit des sociétés, Paris, Libr. techniques, 1974

Y. Chaput & F. Michel, *Le droit au défi de l'économie*, Paris, coll. Droit économique, 2002

C. Ducouloux-Favard & C. Lopez, *La criminalité d'argent, Quelle répression ?*, Actes du colloque tenu à la première chambre de la Cour d'appel de Paris, le 14 novembre 2003, LGDJ, 2005

G. Viney & J. Ghestin, *Les conditions de la responsabilité*, LGDJ, 3<sup>e</sup> éd.

F. Terré, Y. Lequette, P. Simler, *Droit civil, Les obligations*, Dalloz, 8<sup>e</sup> éd.

B. Deffains, & al., *L'organisation des dispositifs spécialisés de lutte contre la criminalité économique et financière en Europe*, coll. de la Faculté de Droit et des Sciences sociales de Poitiers, 2004

J-P. Bornet & H. de Vauplane, *Droit des marchés financiers*, Litec 2001, 3<sup>e</sup> éd.

S. Guinchard & J. Buisson, *Procédure pénale*, Litec, 2002, 2<sup>e</sup> éd.

P-H. Conac, *La régulation des marchés boursiers par la COB et la SEC*, préf. Y. Guyon, Paris, LGDJ, 2002

Y. Guyon, *Les autorités administratives indépendantes*, coll., Centre d'études et de recherche sur l'Administration publique de l'Université de Paris I, PUF, Paris, coll. Les voies de droit, 1988

E. Gaillard, *Le pouvoir en droit privé*, préf. G. Cornu, Economica, coll. Droit civil, 1985

M. Delmas-Marty & G. Giudicelli-Delage, *Droit pénal des affaires*, Thémis, Droit privé, 2000, 4<sup>e</sup> éd.

R. Merle & A. Vitu, *Traité de droit criminel*, t. II, Procédure pénale, Paris, éd. Cujas, 2000, 5<sup>e</sup> éd.

J-H. Robert & H. Matsopoulou, *Traité de droit pénal des affaires*, PUF, coll. Droit fondamental, 2004, 1<sup>ère</sup> éd.

▪ **Articles & Etudes**

- ***Banque & Droit***

H. de Vauplane, « Protection nationale de l'épargne et concurrence entre places boursières », mai-juin 1995, p.36

- ***Bulletin Joly Bourse***

C. Arsouze & P. Ledoux, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », juillet 2006, n°4, p.399

P-H. Conac, « Le pouvoir de transaction de la Securities and Exchange Commission (SEC) », février 2005, n°2, p.99

M-N. Dompé, « La situation en France », 1994, n°spécial, Contrôle des marchés et protection de l'épargne – L'information financière en France

- ***Bulletin Joly Sociétés***

B. Le Bars, « Introduction en droit français d'une procédure d'action collective : quand la régulation se fait judiciaire », 2005, p.811, §187

H. Le Nabasque, « Commentaire des principales dispositions de la loi n°2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 sur la sécurité financière intéressant le droit des sociétés », août 2003, n°8-9, p.859

- ***Colloque***

« Faut-il accorder à l'AMF le pouvoir de transiger ? », coll. organisé par l'AEDBF, 8 février 2005

- ***Gazette du Palais***

N. Rontchevsky, « Droit pénal boursier », 12 mars 2002, n°71, p.15

- ***Les Petites Affiches***

« Et si le gendarme boursier transigeait », 24 février 2005, n°39, p.3

A. Géniteau, « L'organisation de la défense de l'épargnant : les moyens d'action », 31 juillet 2003, n°152, p.33

A. Lacabarats, « Le rôle du juge », 31 juillet 2005, n°152, p.43

B. Lebars, « Associations d'actionnaires et d'investisseurs : un droit rénové d'ester en justice », 14 novembre 2003, n°228, p.102

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

F. Bélot, « Pour une reconnaissance de la notion de préjudice économique en droit français », 28 décembre 2005, n°258, p.8

G. Rameix, « L'Autorité des marchés financiers », 14 novembre 2003, n°228, p.12

H. de Vauplane & C. Denoun, « Les justifications de la lutte pénale contre les opérations d'initiés », 28 mars 1994, n°37

H. de Vauplane, « La spéculation boursière dans le droit et la littérature française du XIXe siècle », 23 novembre 2006, n°234, p.5

M. Soccaras & Y. Douarin, « Vers des « class actions » d'actionnaires ? », 3 juin 2005, n°110, p.3

S. Bonifassi, « L'accès au juge pour l'épargnant », 31 juillet 2003, n°152, p.39

S. Portelli, « Les sanctions pénales en matière économique et financière, Introduction : bilans et questionnements », 12 janvier 2006, n°9, p.11

V. Magnier, « Les class actions d'investisseurs en produits financiers », 10 juin 2005, n°115, p.33

- ***La Semaine juridique – Edition Entreprise***

V. Magnier, « La class action, un remède efficace ? », 2005, n°5, p.53

M. Lipskier, « Les entreprises peuvent-elles profiter de l'introduction des « class action » en droit français ? », 2005, p.746

M. Koehler de Montblanc & K. Biancone, « La procédure de transaction devant le Conseil de la concurrence », 1<sup>er</sup> septembre 2005, n°35, p.1374

- ***Recueil Dalloz***

F. Peltier, « Ne pas transiger sur la transaction », 2005, p.958

S. Guinchard, « Une class action à la française », 2005, p.2180

V. Magnier, « L'opportunité d'une « class action » en droit des sociétés », 2004, n°8, p.554

Y. Serra, « L'évolution du droit pénal des sociétés dans le cadre de la mission de la Commission des opérations de bourse », 1974, chron., p.9

- ***Revue de droit bancaire***

H. de Vauplane, « Projet de mise en place d'un pouvoir transactionnel de l'AMF », avril 2005, n°668, p.86

C. Freyria, « Les aspects répressifs de la réglementation boursière actuelle », juillet-août 1988, n°8, p.113

- ***Revue de droit bancaire et de la bourse***

H. de Vauplane & O. Simart, « Délits boursiers : propositions de réforme », mai-juin 1997, n°61, p.85

- ***Revue de droit bancaire et financier***

H. de Vauplane & O. Simart, « La notion de manipulation de cours et ses fondements en France et aux USA », juillet-août 1996, n°56, p.158

Y. Huyghé de Mahenge, « L'indemnisation des actionnaires victimes de délits boursiers », mars-avril 2002, n°2, p.107

J-J. Daigre & P-H. Conac, « AMF et transaction », novembre-décembre 2004, n°6, p.389

- ***Revue de jurisprudence commerciale***

D. Schmidt, « Le droit boursier en mouvement », n°spécial, nov. 2003, p/118

D. Schmidt, « Les délits boursiers », novembre 2001, p.71

- ***Revue de jurisprudence de droit des affaires***

A. Couret, « Interrogations autour de la réparation du préjudice individuel de l'actionnaire », mai 1997, p.391

- ***Revue des Sociétés***

R. Vatinet, « La réparation du préjudice causé par la faute des dirigeants sociaux, devant les juridictions civiles », 2003, p.247

Y. Guyon, « Faut-il des associations d'actionnaires et d'investisseurs », avril-juin 1995, n°2, p.215

- ***Revue trimestrielle de droit commercial***

N. Rontchevsky & M. Storck, « Faut-il donner à l'Autorité des marchés financiers le pouvoir de transiger ? », Chronique de droit des marchés financiers, avril-juin 2005, p.378

▪ **Arrêts & Notes d'arrêts**

- T. corr. Paris, 12 septembre 2006, n°0018992026, *BJS*, janvier 2007, n°1, p.119, note J-F. Barbièri ; *BJB*, janvier 2007, n°1, p.37, note E. Dezeuze ; *D.* 2006, n°36, p.2522, note D. Schmidt
- Cass. crim., 8 mars 2006, *BJS*, août 2006, n°8, p.1041
- Cass. com., 22 novembre 2005, n°03-20600, *Banque & Droit*, n°105, janvier-février 2006, obs. H. de Vauplane & F. Peltier ; *RJDA*, mars 2006, n°294, p.267
- CA Colmar, 1<sup>ère</sup> ch. Civ. 14 octobre 2003, n°01-3432, *RJDA*, 2004, n°582, p.535 ; *Droit & Patrimoine*, novembre 2004, n°131, obs. Poracchia ; *BJB*, juillet 2004, n°4, p.466, obs. G. Dolidon ; *PA*, 28 avril 2004, n°85, p.3, obs. F. Leplat
- CA Paris, 26 septembre 2003, *BJB*, janvier 2004, n°1, p.43, obs. E. Dezeuze ; *BJS*, janvier 2004, n°1, p.84, obs. J-J. Daigre ; *JCP E*, 6 mai 2004, n°19, 695, obs. G. Vries ; *Droit & Patrimoine*, novembre 2004, n°131, obs. Poracchia ; *RJDA*, février 2004, n°181, p.160 ; *Banque & Droit*, janvier-février 2004, n°93, p.33
- Cass. com., 20 mai 2003, Bull. civ. IV, n°84 ; *BJS*, 2003, §167, p.786, note H. Le Nabasque ; *D. aff.*, 2003, p.1502, obs. A. Lienhard ; *RTD com.*, 2003, p.523, obs. J-P. Chazal & Y. Reinhard ; *Rev. société*, 2003, p.479, note J-F. Barbièri
- CA Paris, 1<sup>ère</sup> ch., sect. H, 1<sup>er</sup> avril 2003, Gaume c. COB, *BJS*, 2003, §61, p.427, note C. Ducouloux-Favard, 2<sup>e</sup> esp., spéc. P.435 ; Cass. com., 31 mars 2004, n°03-14991, *Dr. Soc.*, 2004, comm. 131, note T. Bonneau ; *BJS*, 2004, §197, note G. Auzero ; *D.* 2004, p.1961, note D. Caramelli ; *RTD com.*, 2004, n°3, p.564, obs. N. Rontchevsky
- Cass. crim., 19 février 2003, *Dr. pén.*, 2003, n°87, obs. J-H Robert
- Cass. crim., 19 février 2003, *Dr. pén.*, 2003, n°87, obs. J-H Robert
- Cass. crim., 11 décembre 2002, Bull. crim., n°224, *BJB*, 2003, p.149, §23, note F. Stasiak ; *BJS*, 2003, p.437, §87, note E. Dezeuze
- Cass. Ass. Plén., 14 décembre 2001, Bull. civ., Ass. Plén. n°17 ; *BJS*, 2001, p.394, §84, note J-F. Barbièri ; *JCP E*, 2002, II, 10026, p.345, note M. Billiau
- Cass. crim., 13 décembre 2000, deux arrêts, *D.* 2001, p.926, obs. M. Boizard ; *JCP E*, 2001, p.1138, obs. J-H. Robert ; *BJS*, 2001, p.497, §124, p.498, §125, p.499, §126, note J-F. Barbièri
- Cass. crim., 29 novembre 2000, n°99-80324, Bull. crim., n°359, *BJS*, avril 2001, n°4, p.407, note J-D. Belot & E. Dezeuze

- TGI Paris, 11<sup>e</sup> ch., 17 décembre 1997, *Piette et autres c/ Comptoir des Entrepreneurs*, *BJS*, mai 1998, n°5, p.485, note N. Rontchevsky
- Cass. crim., 15 mai 1997, *D. aff.*, 1997, p.924
- Cass. com., 18 février 1997, *BJS*, 1997, p.408, §173, note J-J. Daigre ; *BRDA*, mai 1997, p.5
- CA Paris, 18 décembre 1995, *Banque & Droit*, juillet-août 1996, n°48, p.35, obs. H. de Vauplane & F. Peltier ; *JCP E*, 1996, I, pan. 482
- TGI Paris, 10 juin 1994, *PA*, 7 décembre 1994, n°146
- Cass. crim. 15 mars 1993, *Banque & Droit*, novembre-décembre 1993, n°32, p.22 ; *BJB*, juillet 1993, n°4, p.365, note M. Jeantin
- CA Paris, 9<sup>e</sup> ch., 15 janvier 1992, *Banque & Droit*, novembre-décembre 1993, n°32, p.22, obs. F. Peltier ; *Gaz. Pal.*, 22-23 avril 1992, obs. J-P. Marchi ; *Rev. sociétés*, septembre 1992, obs. H. Hovasse

- **Documents parlementaires**

Rapport d'information sur la réforme du droit des sociétés, n°1270, Assemblée nationale, P. Clément, 2 décembre 2003

Rapport d'information sur le projet de loi, portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers, n°309, Sénat, P. Marini, 27 avril 2005

Rapport d'information sur la loi de sécurité financière : un an après, n°431, Sénat, P. Marini, 27 juillet 2004

Rapport d'information sur les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié, Sénat, P. Gélard, 15 juin 2006

- **Sites internet**

[www.amf-France.org](http://www.amf-France.org)

[www.sec.gov](http://www.sec.gov)

[www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk)

[www.laviefinanciere.com](http://www.laviefinanciere.com)

[www.assemblee-nationale.fr](http://www.assemblee-nationale.fr)

[www.senat.fr](http://www.senat.fr)

