



Haut Comité Juridique
de la Place financière de Paris

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

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

1^{er} octobre 2025

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

⁴⁰⁹ Ainsi, dans l'affaire *Gaudriot*, si les juges ont fait référence à la décision de sanction administrative prononcée contre le président-directeur général, ils ont plus largement, aux fins de caractériser la faute civile de ce dirigeant et d'autres administrateurs, constaté leurs manœuvres délibérées consistant à donner une image tronquée de la société et révélant leur volonté de fausser l'opinion du public, ce qui les a conduits à indemniser un grand nombre d'actionnaires.

⁴¹⁰ A l'exception des affaires *Eurodirect Marketing*, *Flammarion*, *Gaudriot* et, en partie, *Marionnaud* et *Vivendi* (ces dernières affaires connaissant aussi un volet pénal), *GECI Aviation Montaigne Fashion Group*. Toutes les autres affaires, environ une douzaine (*Société générale de fonderie*, *Landauer*, *Comptoir des entrepreneurs*, *Sedri*, *Banque Pallas Stern*, *Crédit Lyonnais*, *Sidel*, *Régina Rubens*, *Marionnaud* et *Vivendi* dans leur volet pénal, *Gespac Systèmes* et *Natixis*) se sont tenues devant le juge répressif.

⁴¹¹ S'agissant des dirigeants sociaux, la chambre commerciale de la Cour de cassation a indiqué dans l'affaire *Gaudriot* au regard de la preuve de la faute séparable que « la mise en œuvre de la responsabilité des administrateurs et du directeur général à l'égard des actionnaires agissant en réparation du préjudice qu'ils ont personnellement subi n'est pas soumise à la condition que les fautes imputées à ces dirigeants soient intentionnelles, d'une particulière gravité et incompatibles avec l'exercice normal des fonctions sociales » (Cass. com. 9 mars 2010, n° 08-21.547 et 08-21.793, *Gaudriot*, Bull. civ. IV, n° 48). Pour une critique de cette solution en matière d'information financière, v. notamment PROROK J., note sous Cass. com., 16 mai 2018, n° 16-20.684 : Rev. sociétés, 2018, p. 708. Rappelons par ailleurs qu'en droit français, le jeu de l'assurance est exclu pour les fautes intentionnelles ou dolosives (C. assur., art. L. 113-1, al. 2 : « (...), l'assureur ne répond pas des pertes et dommages provenant d'une faute intentionnelle ou dolosive de l'assuré »).

3. Approche chronologique. La faute ne posant, en définitive, guère de difficulté, ce sont les conditions relatives à la causalité et au préjudice qui ont dû faire l'objet d'un aménagement par le juge, afin de permettre l'exercice de la responsabilité civile sur le marché secondaire⁴¹². Et cela à un double titre, puisqu'il s'est agi tant de faciliter la preuve à la charge de l'investisseur que de répondre aux nécessités d'un contentieux de masse⁴¹³. En effet, si dès le début des années 1990, la Cour de cassation a admis que l'investisseur qui prend une décision d'investissement relativement à des titres financiers alors qu'une fausse information relative auxdits titres est diffusée sur le marché subit un préjudice⁴¹⁴, la question de la nature de ce préjudice a fait l'objet, depuis lors, d'une construction prétorienne continue autour de la *summa divisio* entre altération du cours de bourse et altération de la décision de l'investisseur par l'information. En effet, du fait du caractère public de l'information et du particularisme des marchés financiers, l'information financière exerce une double influence - à la fois sur l'investisseur (à travers la décision) et sur le marché (à travers le cours) -, dont le juge français a tenu compte pour aménager progressivement la responsabilité civile en la matière, de façon qu'elle puisse constituer aujourd'hui un mode de réparation collectif du préjudice.

4. L'approche chronologique révèle ainsi que, si le juge a commencé par réparer une altération du cours ou une altération concrète déterminante de la décision, ce choix est demeuré résiduel (**I**), la jurisprudence ayant privilégié par la suite la réparation d'une altération non déterminante de la décision, à travers la perte de chance⁴¹⁵ (**II**).

I. La réparation résiduelle d'une altération du cours ou d'une altération concrète déterminante de la décision

5. Des choix résiduels. A titre résiduel, le juge a d'abord réparé une altération du cours (**A**), puis une altération concrète déterminante de la décision (**B**).

A. La réparation d'une altération du cours

6. Altération *ex ante* ou *ex post*. Le préjudice d'altération du cours peut être, plus précisément, soit un préjudice d'altération de cours subi *ex ante*, c'est-à-dire un préjudice de surévaluation ou de sous-évaluation (consistant pour l'investisseur soit à avoir acheté un titre à un cours surévalué et donc à avoir payé trop cher, soit à avoir vendu un titre à un cours sous-évalué et donc à avoir reçu un prix trop faible) ; soit un préjudice d'altération de cours subi *ex*

⁴¹² La jurisprudence française concerne essentiellement le marché secondaire.

⁴¹³ Faute de dispositions spéciales permettant une action collective en matière de fausse information financière, les actionnaires ont agi individuellement, chacun ayant été partie à l'instance, mais l'ensemble de ces actions ont été exercées collectivement, au sein de la même instance. Il ne s'agit donc pas d'une action collective mais de multiples actions individuelles exercées collectivement (v., sur ce point, DAIGRE J.-J., note sous T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 12 sept. 2006, Rev. sociétés, 2007, p. 102). On signalera que la loi n° 2025-391 du 30 avril 2025 dite « *DDADUE* », allant au-delà de la simple transposition de la directive (UE) 2020/1828 du 25 novembre 2020 relative aux actions représentatives, a récemment instauré un nouveau cadre d'action de groupe à la fois unifié, ce qui met fin aux régimes sectoriels antérieurs, et élargi au regard tant des préjudices indemnisables que des entités habilitées à agir. L'application aux préjudices subis par les investisseurs pour fausse information financière reste toutefois débattue.

⁴¹⁴ La voie de l'indemnisation par le juge pénal a été ouverte par la chambre criminelle de la Cour de cassation lorsqu'elle a admis la recevabilité de l'action civile des actionnaires ou porteurs d'instruments financiers de l'émetteur, victimes d'un délit de diffusion de fausse information ou de publication de comptes infidèles (Cass. crim. 5 nov. 1991, n° 90-82.605, Société industrielle et financière Bertin).

⁴¹⁵ Cf. *infra* sur la typologie du préjudice.

post, consistant dans l'effet exercé sur le cours par la rectification de l'information⁴¹⁶. En droit français, le juge a commencé par réparer une altération du cours *ex ante*, puis il a de nouveau utilisé cette méthode, de manière isolée, pour réparer une altération *ex ante* mais aussi *ex post*. On distinguera ainsi l'altération du cours *ex ante* (A) et l'altération du cours *ex post* (B).

1. Une altération du cours *ex ante*

7. **Affaire Société générale de fonderie.** Dans les années 1990, dans l'affaire *Société générale de fonderie*⁴¹⁷, le juge pénal a eu l'occasion de se prononcer pour la première fois sur la nature du préjudice résultant de la commission du délit de diffusion de fausses informations, en admettant la réparation d'une altération du cours. En l'espèce, les dirigeants avaient pendant près de 6 mois présenté, par divers communiqués de presse, la société comme étant en voie de redressement alors même qu'ils avaient déjà connaissance de la cessation des paiements. Des actionnaires, qui avaient acheté des titres à la fois avant et pendant la période de fausse information et les avaient revendus à perte après la rectification de l'information, demandèrent réparation de leur préjudice, fondé sur la différence entre le prix d'acquisition et le prix de revente. Pour confirmer le jugement, la cour d'appel de Paris tint le préjudice pour certain dès lors que les victimes avaient acheté les actions « *à un cours supérieur à la valeur réelle et ce par suite de la diffusion de fausses informations* ». Le pourvoi en cassation fut rejeté au motif que « *les moyens, qui se bornent à remettre en cause l'appréciation souveraine, par les juges, des faits et circonstances de la cause et la fixation de l'indemnité propre à réparer le préjudice subi par la victime, ne peuvent qu'être écartés* ». En revanche, les juges du fond refusèrent d'indemniser les actionnaires pour les actions acquises antérieurement à la publication de l'information litigieuse. Ceux-ci formèrent alors un pourvoi que la Cour de cassation écarta sèchement au motif que « *seul le préjudice né de la différence de cours est certain et découle directement de l'infraction* ». Autrement dit, le juge n'accueillant que le préjudice d'altération du cours, il se refuse logiquement à indemniser les investisseurs ayant conservé les titres - seule la prise en compte de l'altération de la décision de l'investisseur peut permettre la réparation d'un préjudice en cas de conservation. En tout état de cause, même si elle a pu être utilisée dans d'autres affaires, la réparation d'une altération du cours est restée résiduelle⁴¹⁸. En effet, supposant de pouvoir déterminer l'impact de la fausse information sur le cours de bourse, et ce à n'importe quel moment entre la diffusion et la rectification, cette méthode exige le recours à des expertises économiques dans le cadre de contentieux de masse, ce qui n'a pas été le choix du droit français⁴¹⁹.

2. Une altération du cours *ex post*

⁴¹⁶ C'est donc par rapport à la rectification de l'information que l'on se situe *ex ante* ou *ex post* : l'altération du cours *ex ante* est celle exercée sur le cours de bourse par la fausse information antérieurement à sa rectification – c'est-à-dire tout au long de la période d'information défectueuse -, tandis que l'altération du cours *ex post* est celle exercée sur le cours par la rectification de la fausse information, et donc postérieurement à la période d'information défectueuse.

⁴¹⁷ T. corr. Paris, 11^e ch., 20 déc. 1990 – CA Paris, 9^e ch. corr. Sect. A, 15 janv. 1992 – Cass. crim., 15 mars 1993, n° 92-82.263 – CA Orléans, 20 juin 1994 – Cass. crim., 19 oct. 1995, n° 94-83-884.

⁴¹⁸ Dans l'affaire *Régina Rubens*, pour les acquisitions effectuées au début du processus délictueux. Cf. *infra*.

⁴¹⁹ V., notamment, CLERC Ch., *La réparation du préjudice subi par un actionnaire du fait de la diffusion de fausses informations*, RTDF, 2007, n° 1, p. 31, n° 22.

8. La réparation du préjudice d'altération du cours *ex post*. L'affaire Marionnaud au civil. La révélation du caractère mensonger de l'information diffusée a généralement un impact important sur le cours de bourse : le plus souvent, il s'agit de la rectification d'une information exagérément optimiste, qui entraîne une chute notable du cours. En France, le juge commercial a eu l'occasion d'adopter un tel cadre d'analyse à l'occasion de l'affaire *Marionnaud*, dans son volet civil, ce qui a donné lieu à une discussion approfondie sur la mise en œuvre de la responsabilité civile pour fausse information, et sur les différents types de préjudice envisageables⁴²⁰. On rappellera essentiellement ici la solution retenue par le tribunal.

9. Le chef de préjudice apparent : l'altération abstraite de la décision. Le tribunal de commerce de Créteil commence par rappeler que « *la communication financière diffusée par [la société Marionnaud] était constante dans son optimisme mensonger, tout au long de la période litigieuse entre avril 2002 et le 17 décembre 2004, et de ce fait de nature à gonfler artificiellement le cours de bourse* » et que « *cette communication fallacieuse était susceptible de causer un préjudice aux actionnaires, en les incitant à acheter ou à conserver des titres de la société MARIONNAUD à un cours supérieur à sa valeur réelle* ». Il reprend ensuite le chef de préjudice dégagé par la jurisprudence *Sidel*⁴²¹, en estimant que la faute commise « *était de nature à priver les détenteurs de titres MARIONNAUD d'une chance de pouvoir arbitrer, à meilleur escient, leurs choix entre l'achat, la conservation ou la vente de titres* », et que le préjudice consiste en « *une perte de chance pour les actionnaires d'effectuer les arbitrages éclairés conformes à leur intérêt, ayant été privés de la possibilité d'arbitrer leurs actifs à bon escient* ». Il ajoute, enfin, que le préjudice « *ne peut se confondre avec le montant de pertes subies lors de la revente de titres, en raison de l'aléa propre à tout investissement boursier* ».

10. Le rejet des prétentions des actionnaires. S'agissant de l'évaluation du préjudice, le tribunal écarte, sur le fondement de l'existence de l'aléa boursier, aussi bien l'argumentation des petits porteurs fondée sur une altération du cours *ex ante* (surestimation permanente du prix d'achat de 50 % pendant toute la période de fausse information) : « *indépendamment des communications effectuées par les dirigeants concernant les résultats de l'entreprise, l'évolution des valeurs liquidatives des actions est susceptible de varier selon les fluctuations du marché sur lequel elles sont cotées* », que celle d'une société professionnelle d'investissement Aquasourca fondée sur la privation de la possibilité de céder plus tôt à un prix plus élevé. Il se refuse également à considérer comme certain et donc à indemniser le manque à gagner dont se prévaut Aquasourca du fait de la non-réalisation des gains qu'elle aurait pu obtenir par d'autres placements, plus rentables : « *pour être indemnisé, un préjudice doit présenter un caractère certain, qui exclut que sa concrétisation soit soumise à des réalisations éventuelles (...). Attendu que dans le cas présent, ces gains sont effectivement putatifs et que leur matérialité n'est pas démontrée (...)* ».

11. Le chef de préjudice réel : le nouveau préjudice d'altération du cours *ex post*. Le tribunal opte alors, contre toute attente, pour un type de préjudice qui n'avait pas été retenu jusqu'alors par la jurisprudence : le préjudice d'altération du cours *ex post*, résultant de la rectification de la fausse information. Il décide en effet d'indemniser, pour l'ensemble des

⁴²⁰ T. com. Créteil, 2^e ch., 19 janv. 2010, n° 2005F00978, Marionnaud Parfumeries.

⁴²¹ Dans l'affaire *Sidel*, la jurisprudence a dégagé un nouveau chef de préjudice, la perte de chance de pouvoir arbitrer en connaissance de cause, qui peut être qualifiée de « *perte de chance abstraite* » ou d'« *altération abstraite de la décision* ». Cf. *infra*.

actionnaires, la partie de leur moins-value⁴²² liée aux rectifications comptables, à l'exclusion de celle liée à l'aléa boursier : « *cette moins-value est liée, d'une part, aux fluctuations du marché et, d'autre part, au rétablissement de la réalité des comptes après éliminations des irrégularités comptables commises par la société MARIONNAUD PARFUMERIES. (...) seule la seconde est constitutive d'un préjudice pour les parties demanderesse et intervenants volontaires* ». Pour apprécier cette influence sur le cours de bourse, le tribunal utilise opportunément la période de suspension des cotations du titre en considérant que l'évolution du cours entre la suspension et la reprise des cotations résulte de la seule rectification des informations erronées opérée entre ces deux dates, à l'exclusion de tout autre facteur : « *pendant la période entre la suspension et la reprise de la cotation, c'est-à-dire entre le 10 et le 21 décembre, le temps écoulé est suffisamment bref pour que l'évolution du cours soit la conséquence directe de la correction des comptes d'une situation falsifiée à une situation réelle et pour que, par voie par conséquent, l'on puisse apprécier, indépendamment de tout autre facteur, la surévaluation du cours du fait des agissements de la société MARIONNAUD PARFUMERIES. (...) lorsqu'il a été suspendu le 10 décembre 2004, le cours de l'action MARIONNAUD était de 21,79€ et qu'à la reprise le 21 décembre 2004, il n'était plus que de 14,95€, soit une décote de 6,84€ par action* ». Le tribunal écarte, en revanche, l'appréciation de la valeur du titre par les analystes financiers lors de la reprise de la cotation, qui n'est qu'« *une spéculation sans matérialité* », ainsi que l'évolution du cours de bourse postérieurement à la reprise de la cotation et le prix proposé dans le cadre de l'offre publique d'achat et l'offre publique de retrait, qui doivent être considérés comme indépendants des périodes précédentes et sans rapport avec la fausse information. Le tribunal fixe ainsi l'indemnisation à intervenir à une somme forfaitaire de 6,84 euros par action acquise avant la suspension du cours de bourse du 10 décembre 2004 et encore détenue à cette même date.

12. Appréciation. À l'issue d'une analyse assez détaillée, le juge dégage donc un nouveau chef de préjudice, le préjudice d'altération du cours *ex post* résultant de la rectification de la fausse information. Le fait générateur du préjudice semble en effet être apprécié au moment de la rectification de l'information et non au moment de l'achat initial des titres, puisque seuls sont indemnisés les investisseurs détenant encore des actions au jour de la suspension des cotations, soit juste avant la rectification de l'information, et non l'ensemble des investisseurs ayant acquis des titres pendant la période de fausse information. A cet égard, il faut bien voir toutefois que le juge considère que l'impact de la fausse information a eu une valeur fixe tout au long de la période de fausse information jusqu'à la rectification. En effet, le juge considère comme identiques l'impact *ex ante* de la fausse information sur le cours de bourse et l'impact *ex post* de la rectification de la fausse information sur le cours de bourse : « (...) *le temps écoulé est suffisamment bref pour que l'évolution du cours soit la conséquence directe de la correction des comptes d'une situation falsifiée à une situation réelle et pour que, par voie de conséquence, l'on puisse apprécier, indépendamment de tout autre facteur, la surévaluation du cours du fait des agissements de la société MARIONNAUD PARFUMERIES* ». Dans ces conditions, il importait peu que l'impact retenu soit celui exercé *ex ante* par la fausse information ou celui exercé *ex post* par la rectification de la fausse information. En effet, dans le premier cas, le juge aurait indemnisé l'ensemble des investisseurs ayant acquis des actions pendant la période de fausse information, d'une valeur fixe égale à l'impact de la fausse information sur le cours de bourse, à l'exclusion de ceux les ayant revendues puisque la revente se serait faite à un cours augmenté de la même valeur fixe. Dans le second cas, le juge ne considère comme fait générateur de préjudice que la rectification de la fausse information et n'indemnise les

⁴²² Par « moins-value », le tribunal entend ici non pas la différence positive entre le prix d'achat et le prix de vente, mais la perte de valeur des titres, puisque cette « moins-value » concerne des titres qui sont toujours détenus au jour de la rectification de la fausse information.

investisseurs que pour les titres encore détenus au jour de la rectification, c'est-à-dire non revendus, de la même valeur fixe. Les deux solutions aboutissent ainsi à des résultats identiques, lorsque l'on retient une valeur fixe comme impact de la fausse information, aussi bien du point de vue du cercle des actionnaires indemnisés que de celui du montant de l'indemnisation.

B. La réparation d'une altération concrète déterminante de la décision

13. Altération de la décision. Typologie. Comme toute information, l'information délivrée au public est susceptible d'exercer une influence sur les décisions d'investissement prises par ceux qui la reçoivent. C'est même sa finalité : selon le modèle de transparence, les obligations d'information du public, mises à la charge des intervenants sur les marchés et toujours plus nombreuses, sont conçues pour éclairer les investisseurs. La jurisprudence française a ainsi, de manière générale, privilégié la réparation d'une altération de la décision à celle d'une altération de cours. Dans ce cadre, elle a commencé par indemniser une altération « *concrète* », c'est-à-dire prise en considération d'une décision d'investissement définie⁴²³, et « *déterminante* » de la décision, au sens où l'information est considérée comme ayant déterminé l'investisseur à prendre une décision d'investissement préjudiciable⁴²⁴. Pourtant, l'altération concrète déterminante est par nature difficile à caractériser, qui plus est pour une information publique. L'approche a cependant connu un certain succès en droit français. Le plus souvent, pour remédier en particulier aux difficultés probatoires, le juge n'a pas eu d'autre choix que de présumer le caractère déterminant de l'information (1). Toutefois, dans l'affaire *Eurodirect Marketing*, la preuve a pu en être apportée par l'investisseur (2).

1. L'altération déterminante présumée

14. En cas d'acquisition des titres. Affaire Landauer. Dans l'affaire *Landauer*⁴²⁵, les juges du fond ont accepté de considérer, comme le demandaient les actionnaires et certainement en considération de la gravité des agissements frauduleux du dirigeant, que les fausses déclarations effectuées par ce dernier avaient été déterminantes des acquisitions réalisées : « : *« considérant qu'il ressort des pièces produites par M. C. qu'il a fait acheter par sa banque 10 titres CFTI le 1^{er} juin 1987 pour la somme de 3.638 francs TTC et que les autres acquisitions étaient antérieures à la publication des informations trompeuses dont LANDAUER a été reconnu coupable ; que dans ces conditions il ne sera tenu compte pour la réparation du préjudice de M. C. que de son acquisition la plus récente qui a été déterminée par les informations litigieuses ; considérant que dans ces conditions la cour estime à la somme de 5.000 francs la réparation des dommages résultant directement pour M. C. des agissements frauduleux de Gérard LANDAUER »*⁴²⁶. Aucun élément de preuve du caractère déterminant de l'information n'étant relevé par les juges, il semble que ces derniers ont, de fait et sans en apporter une quelconque justification, posé implicitement une présomption de causalité entre l'information et la décision d'acquisition de l'investisseur. Tirant assez logiquement les

⁴²³ Par opposition à l'altération « *abstraite* » de la décision, soit une atteinte générale à la faculté de l'investisseur d'arbitrer ses décisions d'investissement en connaissance de cause, qui ne s'exerce donc pas par rapport à une décision définie. Cf. *infra*. V. CLERC Ch., art. préc., spéc. n° 31 et 32, qui parle, à propos de la jurisprudence relative à l'affaire *Sidel*, de « *notion abstraite de perte d'une chance* ».

⁴²⁴ Par opposition à l'altération « *non déterminante* » de la décision, lorsque la fausse information n'est pas considérée comme ayant déterminé l'investisseur dans sa décision, mais simplement comme lui ayant fait perdre une chance de ne pas prendre cette décision d'investissement.

⁴²⁵ T. corr. Paris, 11^e ch., 10 juin 1994, n° P8820369013 – CA Paris, 9^e ch. corr. sect. A, 18 déc. 1995, n° 1994/04893 – Cass. crim. 15 mai 1997, n° 96-80.399.

⁴²⁶ CA Paris, 9^e ch. corr. sect. A, 18 déc. 1995, n° 1994/04893, préc.

conséquences de la présomption de causalité, ils ont alors indemnisé deux investisseurs d'au moins, semble-t-il, la totalité de leurs pertes⁴²⁷. En revanche, les juges ont exclu expressément toute indemnisation pour les titres acquis avant la période de diffusion des informations litigieuses et conservés pendant celle-ci. La solution surprend car le fait d'opter pour une définition intellectuelle du préjudice aurait permis justement, comme l'y avait invité la chambre criminelle dans l'affaire *Société générale de fonderie*⁴²⁸, de réparer le préjudice résultant de la conservation de titres sur la foi des fausses informations.

15. En cas d'acquisition et de conservation des titres. Affaire *Comptoir des entrepreneurs*. Le juge répressif a de nouveau eu recours, à l'occasion de l'affaire du *Comptoir des entrepreneurs*⁴²⁹, à une présomption de causalité, mais l'a élargie cette fois à l'hypothèse de la conservation des titres. Dans cette espèce, plusieurs actionnaires qui avaient acquis ou conservé des titres à la suite de la publication par la société de comptes inexacts ou de la conférence de presse au cours de laquelle des informations mensongères avaient été diffusées, s'étaient constitués parties civiles à l'encontre des dirigeants, des chefs de présentation ou publication de comptes infidèles et diffusion d'informations fausses ou trompeuses. Le tribunal a fait droit à leurs demandes en considérant que les actionnaires n'auraient pas acquis leurs titres s'il n'y avait pas eu diffusion de fausses informations sur la situation de la société, « *ce qui, compte tenu de l'ampleur de la tromperie et de l'effondrement du cours après la révélation de la réalité, apparaît difficilement contestable* »⁴³⁰, et que les actionnaires ayant conservé leurs titres auraient immédiatement revendu leurs titres avant la chute brutale du cours s'ils avaient été correctement informés. Outre la présomption de causalité, est pour la première fois admise l'indemnisation des actionnaires ayant conservé leurs titres, mais de façon quelque peu curieuse. En effet, le tribunal justifie cet élargissement au motif de la privation pour l'investisseur de la faculté de revendre immédiatement ses titres avant la chute brutale du cours. Or, on voit mal comment les actionnaires auraient pu éviter cette chute brutale dès lors que l'ensemble du marché aurait été informé de la réalité de la situation.

S'agissant de l'évaluation du préjudice, le tribunal distingue les actionnaires ayant acquis et les actionnaires ayant conservé leurs actions sur la foi des informations mensongères. Aux premiers qui estimaient qu'ils n'auraient pas acheté leurs actions s'ils avaient été au fait de la situation réelle de la société, il octroie une indemnisation comprenant le prix des actions achetées et un manque à gagner dû à la privation des sommes placées dans les titres. Aux seconds qui se prévalaient d'un préjudice tenant à la privation de l'exercice efficace de leur droit de vote et surtout, de la faculté de revendre immédiatement leurs titres avant la chute brutale du cours, il accorde une indemnisation égale à la différence entre la valeur des actions précédant la diffusion des fausses informations et la valeur résiduelle de ces dernières. Autrement dit, le tribunal accorde aux parties civiles une réparation au moins égale au montant des pertes subies, voire, pour certaines d'entre elles - celles ayant acheté les titres alors que la situation véritable de la société était dissimulée -, à celui du gain manqué du fait de la privation de la disponibilité des sommes placées. La cour d'appel confirme la décision des premiers juges aussi bien pour les actionnaires ayant conservé que pour les actionnaires ayant acquis leurs actions sur la base

⁴²⁷ Plus précisément, les juges ont indemnisé, en première instance, un premier actionnaire auquel ils ont accordé le montant total sollicité et, en appel, un second actionnaire auquel ils ont octroyé des dommages-intérêts supérieurs au prix d'achat des titres.

⁴²⁸ Cass. crim. 15 mars 1993, n° 92-82.263, préc.

⁴²⁹ T. corr. Paris, 11^e ch., 17 déc. 1997, n° 9304169023 - CA Paris, 9^e ch. corr. sect. A, 16 déc. 1998 - Cass. crim. 29 nov. 2000, n° 99-80.324.

⁴³⁰ RONTCHEVSKY N., note sous T. corr. Paris, 11^e ch., 17 déc. 1997, Bull. Joly Sociétés, 1998, n° 5, p. 485, § 165.

d'indications. Les prévenus forment alors un pourvoi devant la Cour de cassation ayant essentiellement pour objet, s'agissant des réparations octroyées aux actionnaires, de contester l'indemnisation des parties civiles ayant conservé leurs actions à la suite de la diffusion des informations trompeuses. Ils estiment en effet que seuls les achats d'actions postérieurs à la diffusion des informations mensongères avaient pu être déterminés par lesdites informations et pouvaient ainsi caractériser un préjudice direct. Refusant d'entrer dans le détail de l'argumentation des prévenus, la Cour de cassation rejette le pourvoi, au motif que la question du préjudice relève du pouvoir souverain d'appréciation des juges du fond. Quoique la question eût mérité un examen plus approfondi, le préjudice de l'actionnaire ayant conservé ses titres sur la foi d'informations mensongères était ainsi implicitement admis par la Haute juridiction.

16. La présomption de causalité dans l'affaire *Sedri*. Une approche similaire a été sans doute retenue par les juges de la 11^e chambre du tribunal correctionnel de Paris dans l'affaire *Sedri*⁴³¹, même si la prise en compte du caractère déterminant de la fausse information ne ressort pas aussi clairement que dans les décisions précédentes. Le tribunal, en revanche, met encore davantage en relief la dimension intellectuelle du préjudice : *« la diffusion des fausses informations dans le public sur les perspectives ou la situation de la société SEDRI de nature à influencer sur les cours, facilitée notamment par la certification par les commissaires aux comptes, MM. G et B, de l'exactitude et de la sincérité des éléments chiffrés extraits des comptes sociaux et consolidés de ladite société et publiés dans la note relative à l'augmentation du capital de cette dernière, et qui n'a pas permis aux tiers de connaître la nature exacte et les risques inhérents à l'activité du groupe SEDRI et d'apprécier les résultats de son objet réel, a eu pour effet de tromper lesdits tiers en les encourageant, soit à acheter des titres SEDRI, soit pour ceux déjà actionnaires, à ne pas les céder, tous étant porteurs de titres qui se sont révélés au final dénués de toute valeur et de ce fait ayant subi un préjudice certain »*. Il détermine, par ailleurs, avec précision la période pendant laquelle les informations mensongères ont été diffusées et accueille l'action civile aussi bien des actionnaires ayant acquis que des actionnaires ayant conservé leurs actions pendant ladite période : *« que cette diffusion a cessé toute conséquence préjudiciable aux tiers lors de l'ouverture d'une procédure collective à l'encontre de la société S le 17 août 1990, date à partir de laquelle la réalité de la situation de celle-ci a été publiquement connue ; qu'il s'ensuit que les constitutions de partie civile relatives, d'une part, à des achats suivis de vente avant la connaissance par le public de la note d'information susvisée, savoir à la date du 25 septembre 1989, d'autre part, à l'achat de titres postérieurs au 17 août 1990, seront déclarées irrecevables, en l'absence de tout lien avéré de causalité entre les préjudices dont il est demandé réparation et les infractions commises »*. Une présomption de causalité est ainsi implicitement posée entre l'information fautive et la décision d'investissement préjudiciable dès lors que cette décision (d'acquisition ou de conservation) a bien eu lieu pendant la période litigieuse, soit entre la diffusion des informations mensongères au public et l'ouverture de la procédure collective de la société qui a révélé aux tiers la véritable situation de celle-ci, toutes les autres constitutions de partie civile étant déclarées irrecevables. La solution est en partie nouvelle car, cette fois, la présomption de causalité est appliquée en considération d'une détermination précise de la période litigieuse, ce qui visait sans doute à faciliter la tâche du tribunal confronté en l'espèce à un grand nombre, 505, de constitutions de partie civile. Cette méthode allait d'ailleurs connaître une certaine postérité dans les affaires ultérieures présentant un contentieux de masse. Le président aussi bien que les commissaires aux comptes ont été ainsi condamnés à indemniser lesdits actionnaires des chefs respectivement

⁴³¹ T. corr. Paris, 11^e ch., 27 févr. 1998, n° 98/07599, *Sedri* - CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 8 oct. 1999, J.-C. G., *JurisData* n° 1999-024560 (confirmation), et Cass. crim. 24 janv. 2001, n° 00-80.247, J.-C. G. (rejet) - CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 25 mai 2000, B. B. (confirmation) et Cass. crim. 4 avr. 2001, n° 00-84.322, B. B. (rejet).

du délit de fausse information et de complicité du même délit. S'agissant de l'évaluation du préjudice, le tribunal observe « *qu'en ce qui concerne toutes les parties civiles qui seront reçues en leur constitution, le principe et le montant de chacun des préjudices allégués ne sont nullement, et de façon spécifique, sérieusement contestés par les prévenus ; que, dès lors, l'indemnité propre à réparer chacun desdits préjudices sera fixée, compte tenu de tout ce qui précède et de l'ensemble des éléments régulièrement versés aux débats* ». On peut dès lors supposer que les juges ont dans l'ensemble fait droit aux demandes des parties civiles et qu'a été au moins réparée la totalité des pertes subies. Cela a suscité une appréciation critique de la part de la doctrine qui a estimé que le préjudice résultant de la conservation des titres devait plutôt s'analyser en une perte de chance et donc faire l'objet d'une réparation inférieure⁴³².

17. Les conséquences de la présomption de causalité : une indemnisation effective et plus importante des victimes sur le marché boursier. En optant pour la prise en compte d'une altération concrète déterminante de la décision dans plusieurs affaires, le juge répressif a voulu permettre une réparation effective, dans les cas où l'ampleur des déclarations erronées sur le marché boursier était telle qu'il était probable que les investisseurs n'auraient pas acquis⁴³³, voire conservé, leurs titres s'ils avaient été correctement informés. La solution a également permis au juge de faire face à un contentieux de masse, comme dans l'affaire *Sedri*, en adoptant une logique collective de réparation. L'indemnisation accordée s'avère, en outre, plus importante. D'une part, quant au champ d'application, plus étendu, des victimes, la solution permettant d'appréhender également le préjudice résultant de la conservation des titres. D'autre part, quant à l'évaluation, plus généreuse, du préjudice, celui-ci devant compenser au moins la totalité des pertes subies, voire les autres conséquences de l'acquisition ou de la conservation d'un titre, et notamment le gain manqué du fait de la privation des sommes placées. Le juge n'est toutefois parvenu à cette solution qu'au prix d'une présomption implicite de causalité entre information et décision d'investissement et de l'abandon de l'exigence effective de preuve de la causalité, et donc au mépris éventuel de la réalité des faits. Un investisseur est cependant arrivé à prouver le caractère déterminant des informations inexactes sur ses décisions d'investissement dans une affaire portée, cette fois, devant le juge civil.

2. L'altération déterminante prouvée

18. La preuve de l'altération déterminante par le rapprochement de circonstances de fait. Affaire *Eurodirect Marketing*. Dans l'affaire *Eurodirect Marketing*, la société avait publié, en avril 1998, des informations erronées sur ses perspectives de résultats en indiquant des prévisions qu'elle savait raisonnablement ne pas pouvoir atteindre. L'information n'avait été rectifiée que tardivement, par un communiqué de presse d'octobre de la même année. Un actionnaire, qui avait essuyé des pertes à la suite d'achats et de reventes effectués sur les actions et les bons de souscription d'action de cette société pendant la période de diffusion des fausses informations, sollicita devant le juge civil la réparation des pertes ainsi subies ainsi que d'une perte de chance de gain – il soutenait qu'il aurait pu investir son argent dans un placement plus rentable – sur le fondement de l'article 1382 du Code civil. Il ne demanda pas en revanche à être indemnisé pour les titres achetés durant la même période, mais non revendus, ni pour les

⁴³² RONTCHEVSKY N., note sous T. corr. Paris, 11^e ch., 27 févr. 1998, Bull. Joly Sociétés, 1998, n° 9, p. 925, § 291.

⁴³³ Bien que la solution ne soit pas aussi explicite, c'est sans doute un raisonnement similaire qui a conduit les juges du fond, dans l'affaire *Régina Rubens*, à indemniser de la totalité de leurs pertes les actionnaires ayant acquis leurs titres « *en plein cœur des fraudes* », « *compte tenu de l'effondrement boursier consécutif aux révélations* » (cf. *infra*).

titres achetés avant la publication de la fausse information⁴³⁴. La cour d'appel rapprocha plusieurs circonstances de fait pour reconnaître que l'information avait bien constitué la cause déterminante des décisions d'investissement que l'investisseur avait prises, ce dont celui-ci se prévalait. Elle releva, d'une part, que les achats, bien qu'ils aient débuté plusieurs mois avant la publication du communiqué mensonger, s'étaient nettement amplifiés à partir de sa publication, et, d'autre part, que l'actionnaire avait « *pris le soin de réclamer aux dirigeants de la société Eurodirect Marketing la communication du document de référence 1997 afin de vérifier, au lendemain de l'assemblée générale des actionnaires, les informations publiées en avril 1998, ce qui atteste de l'intérêt qu'elles présentaient pour lui* ». Elle écarta enfin l'argument avancé par la société selon lequel l'actionnaire avait commencé à céder ses titres avant d'avoir eu connaissance de la rectification de la fausse information, estimant que cela ne remettait nullement en cause le fait qu'il ait pu être trompé par les informations exagérément optimistes publiées en avril 1998, compte tenu de la baisse continue du cours, amorcée dès avant la rectification. On mesure toutefois la difficulté de l'exercice et à quel point la reconnaissance du caractère déterminant d'une information à l'égard d'un investisseur dépend de l'appréciation souveraine des juges du fond.

19. Définition et évaluation du préjudice. Alors qu'en première instance, le tribunal procéda à une réparation forfaitaire « *toutes causes de préjudice confondues* » sans détailler entre pertes subies et perte de chance de gain et sans définir la nature du préjudice, la cour d'appel de Colmar réforma la décision sur ce point et se livra à une analyse plus fine. Elle définit le préjudice comme étant constitué par « *la différence entre le prix d'achat et le prix de vente des actions et des bons de souscription d'action acquis postérieurement à la publication du communiqué comportant les informations mensongères* ». Elle écarta en revanche la perte de chance de gain dont se prévalait l'investisseur, estimant qu'il n'y avait pas lieu « *de tenir compte d'une prétendue perte de chance de gain, totalement aléatoire, et liée à des circonstances exclusivement étrangères* ». La Cour de cassation approuva la décision, jugeant qu'en raison du caractère tardif de la rectification opérée, la cour d'appel avait pu décider « *qu'il existait un lien de causalité entre les manquements commis par la société et le préjudice subi par M. X. en revendant à perte les actions qu'il n'aurait pas achetées s'il n'avait pas été victime d'informations trompeuses* ». Le préjudice réparé a donc été égal à la différence entre le prix d'achat et le prix de vente des titres c'est-à-dire, logiquement, à la totalité des pertes subies, dès lors que la fausse information a été déterminante de l'achat effectué, comme dans les affaires dans lesquelles une présomption de causalité avait été posée. On observera toutefois que la réparation s'est limitée au montant de ces pertes, à l'exclusion d'un quelconque manque à gagner, contrairement à ce qui avait été décidé par la jurisprudence dans l'affaire *Comptoir des entrepreneurs*, s'agissant des actionnaires ayant acquis leurs actions pendant la période de diffusion des fausses informations.

20. Synthèse. Dans la majorité des cas, le juge français a ainsi commencé par rendre l'indemnisation des investisseurs effective en présumant la causalité. Toutefois, au regard de la difficulté à déterminer et à démontrer l'effet de l'information, le juge s'il souhaitait continuer de saisir le préjudice dans sa dimension intellectuelle, se trouvait assez naturellement conduit à estimer que, correctement informé, l'investisseur aurait, éventuellement, probablement ou certainement - avec une probabilité variable donc -, adopté une autre décision d'investissement. Cela revenait à considérer que la fausse information lui avait simplement fait perdre une chance

⁴³⁴ TGI Strasbourg, 2^e ch. com., 8 juin 2001, n° 99/00963, Michel Pfeiffer c/ Société Eurodirect Marketing, inédit - CA Colmar, 1^{re} ch. civ., 14 oct. 2003, n° 01/03432, Michel Pfeiffer c/ Société Eurodirect Marketing - Cass. com. 22 nov. 2005, n° 03-20.600, Société Eurodirect Marketing c/ Michel Pfeiffer.

de prendre une décision d'investissement différente, et à appréhender désormais l'altération « *non déterminante* » de la décision.

II. La réparation consacrée d'une altération non déterminante de la décision (perte de chance)

21. Préliminaire : le recours à la perte de chance dans une espèce particulière (affaire *Flammarion*). Juger que l'information mensongère avait exercé une influence intellectuelle, mais non déterminante, sur la décision d'un investisseur, a naturellement amené le juge à considérer que l'information lui avait simplement fait perdre une chance de prendre une autre décision d'investissement. La jurisprudence a ainsi, à l'occasion de l'affaire *Flammarion*⁴³⁵, eu recours, pour la première fois, à la notion de perte de chance dans le cas d'une diffusion d'informations mensongères auprès du public, notion appelée à faire florès. Elle l'a fait à l'occasion d'une espèce particulière, dans laquelle l'information diffusée par la société avait fait perdre à certains investisseurs - les actionnaires minoritaires - une chance bien spécifique, celle de ne pas vendre leurs titres dès l'annonce de mauvaises nouvelles pour les céder plus tard dans le cadre d'une garantie de cours. Il s'agissait donc de la perte d'une chance de prendre une décision précisément définie, c'est-à-dire une perte de chance concrète ou préjudice d'altération concrète non déterminante de la décision. La société avait, dans cette affaire, publié ses résultats semestriels ainsi qu'un rapport d'activité au BALO puis un communiqué paru aux Échos, dont il ressortait une baisse des résultats et des perspectives négatives. Des actionnaires minoritaires avaient aussitôt vendu leurs titres. Cependant, quelques jours plus tard, les actionnaires majoritaires avaient annoncé la cession de leur bloc d'actions à un prix presque deux fois supérieur, avec garantie de maintien de cours pour les titres demeurant en circulation. Certains actionnaires minoritaires demandèrent alors réparation de leur préjudice en justice en invoquant une faute de la société, consistant en la publication d'un communiqué incomplet. En première instance, le tribunal rejeta la demande, estimant que l'émetteur n'avait commis aucune faute. La demande fut toutefois accueillie en appel, la cour considérant que le comportement de l'émetteur avait eu pour conséquence de priver les actionnaires minoritaires d'une chance de céder leurs actions dans le cadre de la garantie de cours. Compte tenu de « *l'aléa très faible* » de non-réalisation de l'opération au moment de la publication du communiqué litigieux, la cour d'appel calcula le préjudice tenant à la perte de chance subie par les investisseurs sur la base d'une probabilité élevée de réalisation de l'opération⁴³⁶. Dans cette affaire, le recours à la notion de perte de chance semble adapté : si les actionnaires minoritaires avaient été informés, en même temps que le public, du projet de cession et de garantie de cours, il ne fait pas de doute qu'ils auraient préféré attendre pour céder leurs titres ; toutefois, il existait bien un aléa, quoique faible, affectant la réalisation de la garantie de cours, de sorte que le calcul du préjudice sur la base d'une perte de chance affectée d'une probabilité de réalisation élevée, valable pour tous les minoritaires⁴³⁷, paraissait convenir⁴³⁸. Toutefois, cette jurisprudence est intervenue à l'occasion d'une situation particulière, dans laquelle le recours à la perte de chance s'imposait, en ce que la décision d'investissement manquée était clairement précisée, puisqu'il s'agissait de conserver ses titres pour les apporter à la garantie de cours – l'altération de la décision était donc nécessairement concrète -, et présentait en outre une forte probabilité. Or, généralement, en cas d'information publique, la décision d'investissement manquée ne s'impose pas aussi

⁴³⁵ TGI Paris, 5^e ch. 2^e sect., 15 nov. 2001, n° 2000/18125, *Flammarion*, inédit - CA Paris, 25^e ch. sect. B, 26 sept. 2003, n° 2001/21885, *Flammarion*, JurisData n° 2003-224156.

⁴³⁶ Pouvant être estimée à 88 %. Le calcul résulte des montants alloués par la cour d'appel. V. Ch. Clerc, art. préc., spéc. n° 18 et 19.

⁴³⁷ Cf. *infra*, sur la perte de chance « *concrète non individualisée* ».

⁴³⁸ Dans ce sens, CLERC Ch., *ibid.*

nettement dans sa nature et sa probabilité. En effet, si la théorie de la perte de chance paraît adaptée en cas de défaut d'information ou de renseignement, c'est le plus souvent dans l'hypothèse d'une information délivrée de manière personnelle et individualisée. Or, il est bien plus difficile de déterminer le comportement qu'aurait adopté un individu du fait d'une information défectueuse délivrée à l'ensemble du public.

22. Aménagements de la perte de chance. Ainsi, lorsque la jurisprudence a été amenée, par la suite, à statuer sur des espèces plus classiques dans lesquelles des titres avaient été achetés, vendus ou conservés alors que de fausses informations étaient délivrées au public sur le marché secondaire, elle a certes consacré le recours à la perte de chance, mais en l'aménageant profondément aux fins de répondre aux nécessités des contentieux de masse, et cela dans deux directions. D'abord, la jurisprudence s'est orientée vers la réparation d'une perte de chance particulière, que l'on peut qualifier d'« *abstraite* » en ce qu'elle consiste dans une atteinte générale à la faculté de l'investisseur d'arbitrer en connaissance de cause (A). Ensuite, elle a privilégié une perte de chance « *concrète* », c'est-à-dire prise en considération d'une décision d'investissement définie, mais « *non individualisée* » (B).

A. La perte de chance abstraite

23. Construction jurisprudentielle. La solution consistant à indemniser une altération abstraite de la décision par l'information, c'est-à-dire une atteinte générale à la faculté d'un investisseur d'arbitrer en connaissance de cause ou encore « *perte de chance abstraite* », a d'abord été affirmée par les juges du fond (1), puis consacrée par la Cour de cassation (2), et enfin approfondie par les juges du fond (3).

1. L'affirmation par les juges du fond

24. Décisions des juges du fond. L'altération abstraite a été mise au jour dans l'affaire *Sidel* (a). D'autres décisions des juges du fond ont bien repris par la suite ce chef de préjudice, mais en l'appliquant de manière incohérente (b).

a. La mise au jour dans l'affaire *Sidel*

25. La mise au jour de l'altération abstraite de la décision dans l'affaire *Sidel*. L'affaire *Sidel* est fondamentale au sein du contentieux boursier, car elle a été l'occasion, pour les juges du fond, de dégager un nouveau chef de préjudice, dont il convient de préciser les conséquences. Pour avoir communiqué au marché de fausses informations relatives au carnet de commandes et aux perspectives de la société et publié des comptes inexacts, les dirigeants de la société *Sidel* ont été condamnés à indemniser les quelque 700 actionnaires qui, pour la plupart emmenés par des associations d'actionnaires minoritaires ou de petits porteurs, s'étaient constitués parties civiles⁴³⁹ aux fins de demander la réparation de la perte de valeur de leurs titres consécutivement à la révélation des tromperies. En réponse, le tribunal commence par rappeler que la notion de risque est une donnée inhérente aux marchés financiers et que tout investissement en bourse présentant un caractère spéculatif, la réalisation d'une moins-value n'établit pas, en elle-même, l'existence d'un préjudice, excluant *de facto* que la réparation intégrale des pertes puisse être automatique : « *en matière boursière, le fait que les parties civiles, contrairement à ce que certaines d'entre elles font valoir, aient vendu leurs titres à un prix inférieur à leur prix d'achat,*

⁴³⁹ T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 12 sept. 2006, n° 0018992026 - CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 31 oct. 2008, n°06/09036 – Cass. crim. 18 nov. 2009, n° 08-88.078.

même en présence d'infractions, n'établit pas en soi leur préjudice. En effet, le cours des actions cotées en bourse, présente en soi, un caractère spéculatif. La notion de risque est une donnée devant être prise en compte par l'investisseur ».

Le tribunal se livre ensuite à une analyse détaillée du préjudice. Il relève d'abord que la publication d'informations financières inexactes, qui s'est déroulée sur une longue période de temps, entre 1995 et la cession de Sidel dans le cadre de l'offre publique d'achat de Tetra Laval en 2001, « a eu effectivement pour effet de faire croire aux actionnaires parties civiles que la situation et les perspectives de l'entreprise étaient meilleures qu'elles ne l'étaient en réalité », ce qui a pu conduire des investisseurs « sur la base de ces informations à acheter ou à conserver des titres dont la valeur réelle était inférieure au cours de l'action ». Le tribunal définit alors la nature exacte du préjudice : « en réalité les actionnaires ont subi, en l'espèce, un préjudice résultant de la perte d'une chance en achetant ou en conservant une action dont les perspectives prometteuses étaient manifestement surévaluées. Leur liberté de choix a été faussée et un préjudice direct leur a ainsi été causé ».

Cette analyse est confirmée, de manière particulièrement claire, en appel : « les informations trompeuses (...) ont influé sur les décisions des investisseurs, les analystes financiers étant particulièrement attentifs à toute différence entre les résultats attendus et réalisés (...) ; qu'elles ont toutes concouru à fausser la perception par les investisseurs de la situation réelle de l'entreprise et ses perspectives ; que ceux-ci ont de ce fait (...) été empêchés de prendre des décisions sur la base d'informations sincères, qu'ils n'ont pu prendre en connaissance de cause leur décision d'investissement et ont été privés de la chance d'effectuer des arbitrages éclairés, de mieux investir leur argent ».

26. Une définition abstraite et intellectuelle du préjudice : une atteinte à la faculté d'arbitrer en connaissance de cause. Pour les juges du fond, le préjudice résulte ainsi du fait que les actionnaires, croyant la valeur des titres Sidel supérieure à ce qu'elle était en réalité, n'ont pas pu réaliser les arbitrages qu'ils auraient effectués en l'absence d'informations mensongères. Il s'agit donc de l'atteinte à la faculté de l'investisseur d'arbitrer sur le marché en connaissance de cause, atteinte qui lui a fait perdre une chance de faire des investissements plus profitables.

La solution consacre ainsi la dimension abstraite et intellectuelle du préjudice. En effet, en raison même de son abstraction, le préjudice ne consiste plus qu'en une influence exercée par la fausse information sur la faculté purement intellectuelle de l'investisseur d'arbitrer sur le marché en connaissance de cause, c'est-à-dire en une atteinte générale à sa liberté de choix, sans référence à un quelconque élément factuel ou à une décision d'investissement précise. L'on remarquera d'ailleurs, que les juges ont, aussi bien en première instance qu'en appel, opté délibérément pour une définition de nature intellectuelle du préjudice, alors qu'auparavant les faits particuliers de certaines espèces (*Eurodirect Marketing*, *Flammarion*) les avaient naturellement conduits à appréhender une altération de la décision. Dans l'affaire *Sidel*, les investisseurs n'apportaient pas la preuve qu'ils avaient été déterminés à acheter ou à conserver les titres par les fausses informations et aucune décision d'investissement, autre que celle de vendre ou de ne pas acheter, ne s'imposait. Les juges ont délibérément décidé de privilégier la réparation d'une altération de la décision, et plus encore d'une altération abstraite⁴⁴⁰. On peut penser que ce faisant, les juges ont cherché à prendre la finalité particulière du marché financier

⁴⁴⁰ Dans les affaires *Landauer*, *Comptoir des entrepreneurs* et *Sedri*, les juges ont délibérément retenu une altération de la décision, mais concrète déterminante au moyen d'une présomption de causalité, et non une altération abstraite.

qui, en vertu de la théorie de l'efficience, doit mettre à chaque instant toute l'information existante à disposition de l'investisseur, afin que celui-ci soit en mesure d'arbitrer entre les multiples décisions d'investissement ou de désinvestissement qui se présentent à lui⁴⁴¹, en vue d'assurer l'exactitude du cours de bourse, et, ce faisant, la rencontre optimale entre l'offre et la demande de capitaux et l'allocation efficiente des ressources. Cette finalité spécifique conduit le marché à placer l'investisseur dans une situation constante d'arbitrage entre l'achat, la conservation ou la vente : si une fausse information est délivrée au marché, il n'est intellectuellement plus en mesure de prendre les décisions d'investissement les plus profitables. Le chef de préjudice dégagé par les juges du fond apparaît ainsi assez approprié au particularisme du marché financier qui met constamment l'investisseur en situation d'arbitrage intellectuel ; il ne peut d'ailleurs guère être envisagé dans une société autre qu'une société cotée.

27. Le recours à la théorie de la perte de chance. Débat. Une grande partie de la doctrine a salué l'effort entrepris par la jurisprudence pour établir, avec inventivité, une nouvelle définition du préjudice permettant une responsabilité civile effective⁴⁴². D'autres auteurs ont cependant regretté que la jurisprudence n'ait pas privilégié l'analyse économique aux fins de réparer une altération du cours⁴⁴³, ou bien mis en évidence que la solution s'éloigne fortement de la conception traditionnelle de théorie prétorienne la perte de chance⁴⁴⁴. En effet, la théorie a été conçue pour permettre l'application de la responsabilité civile aux situations dans lesquelles un aléa affecte la réalisation du dommage⁴⁴⁵, qu'il s'agisse de la perte de chance que se réalise un événement favorable comme dans l'affaire *Flammarion*, bien d'avoir évité un événement défavorable, un risque⁴⁴⁶, comme il en va la plupart du temps en matière boursière (où un investisseur ayant réalisé des pertes prétend qu'il aurait eu une chance de les éviter s'il avait été bien informé). Ce qui est commun à toutes ces situations, c'est qu'aucune certitude n'existe quant à la réalisation du préjudice « final », c'est-à-dire le dommage auquel la victime aurait éventuellement pu échapper si la faute n'avait pas été commise, qu'il s'agisse d'une perte subie ou d'un gain manqué. Le seul préjudice certain qui puisse être retenu est une perte d'une chance de ne pas avoir subi le dommage final, et se calcule en appliquant le coefficient de probabilité de réalisation à la perte subie ou au gain manqué. En tout état de cause, la « *perte de chance* » indemnisée dans l'affaire *Sidel* se distingue nettement de cette approche. Il ne s'agit pas, en effet, de la perte de chance concrète d'avoir pris une autre décision précisément déterminée – en l'occurrence, par exemple, la décision de ne pas acheter ou bien de ne pas conserver des titres Sidel, l'évaluation de la perte de chance nécessitant d'estimer la probabilité que, correctement informés, les investisseurs n'aient pas acheté ou conservé lesdits titres –,

⁴⁴¹ V., sur ce point, DAIGRE J.-J., note sous T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 12 sept. 2006, Rev. sociétés, 2007, p. 102.

⁴⁴² V., *inter alia*, BARBIÈRI J.-F., note sous T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 12 sept. 2006, Bull. Joly Sociétés, 2007, n° 1, p. 119 ; DAIGRE J.-J., note sous T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 12 sept. 2006, Rev. sociétés, 2007, p. 102 ; SCHMIDT D., note sous T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 12 sept. 2006, D., 2006, p. 2522, et, *De quelques règles procédurales régissant l'action en responsabilité civile contre les dirigeants de sociétés « cotées » in bonis*, in *Études de droit privé : mélanges offerts à Paul Didier*, avant-propos GERMAIN M., préf. FOYER J., Economica, 2008, p. 383, spéc. p. 388 s. ; DETHOMAS A., note sous CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 31 oct. 2008, Rev. Lamy dr. aff., févr. 2009, n° 35.

⁴⁴³ DEZEUZE É., Bull. Joly Bourse, 2007, n° 1, p. 37.

⁴⁴⁴ V. surtout, CLERC Ch., art. préc., n° 32.

⁴⁴⁵ V. VINEY G., JOURDAIN P. et CARVAL S., *Traité de droit civil, Les conditions de la responsabilité*, dir. GHESTIN J., LGDJ-Lextenso, 2013, 4^e éd., n° 278 et s. ; BACACHE-GIBEILI M., *Traité de droit civil, t. 5, Les obligations, La responsabilité civile extracontractuelle*, Economica, coll. Corpus Droit privé, 2021, 4^e éd., n° 382 et s. ; *La réparation de la perte de chance : quelles limites ?*, D. 2013. 619.

⁴⁴⁶ Une partie de la doctrine considère cependant que la perte de chance ne peut, comme son nom l'indique, que concerner la réalisation d'un événement favorable.

mais de la perte de chance abstraite et générale de n'avoir pu prendre, dans un environnement d'informations fiables, des décisions plus profitables, de n'avoir pas pu mieux arbitrer leurs investissements, dont on voit mal à l'aide de quel coefficient de probabilité elle pourrait être évaluée. La situation peut être analysée de la manière suivante : la simple violation du « *droit à l'information* » de l'investisseur doit entraîner réparation, peu important les conséquences en résultant concrètement pour lui. La qualification de « *perte de chance* » est donc discutable.

28. Conséquences de la définition abstraite : présomptions de causalité et de préjudice.

Le recours à la théorie de la perte de chance ne fait pas pour autant disparaître toute exigence causale : ce n'est plus la preuve de la relation entre le fait générateur et le préjudice final qui doit être rapportée mais celle du lien entre le fait générateur et la perte de chance, sorte de préjudice intermédiaire, ce qui réduit la charge probatoire. Ainsi, il n'y a plus à établir que l'information a déterminé l'investisseur à prendre la décision (c'est-à-dire, que sans cette information, il ne l'aurait pas prise), mais seulement qu'il aurait alors eu une chance de ne pas la prendre. Si la preuve du lien de causalité est bien plus simple à apporter, c'est le calcul de la probabilité liée à la perte de chance qui s'avère généralement complexe.

Rien de tel dans l'affaire *Sidel*. La perte de chance étant une perte de chance abstraite, celle pour un investisseur d'arbitrer en connaissance de cause, plus aucun lien de causalité ne devrait de fait être requis, tout investisseur pouvant être considéré comme ayant été atteint dans sa liberté d'arbitrer (y compris l'investisseur dépourvu de tout lien avec le titre)⁴⁴⁷. En l'espèce, aux fins de maintenir le contentieux dans des proportions raisonnables, le tribunal limite cependant le nombre potentiel de victimes, en considérant que n'ont cette qualité que ceux qui ont subi « *un préjudice résultant de la perte d'une chance en achetant ou en conservant une action dont les perspectives prometteuses étaient manifestement surévaluées* ». Un lien avec la société reste donc exigé, qui consiste dans le maintien ou l'acquisition de la qualité d'actionnaire pendant la période d'information défectueuse. Une présomption de causalité est ainsi posée : sont présumés avoir fait l'objet d'une atteinte à leur liberté d'arbitrer par la fausse information tous ceux qui ont acquis ou conservé des actions de la société pendant la période d'information défectueuse. Outre la présomption de causalité, la perte de chance abstraite conduit également à une présomption de préjudice, dans la mesure où on déduit de la seule faute dans l'information du public l'existence d'un préjudice pour l'investisseur consistant dans une atteinte à sa faculté d'arbitrer, et ce sans se préoccuper des conséquences réelles de l'information défectueuse pour l'investisseur concerné.

29. Conséquence de la définition abstraite : une réparation forfaitaire.

Après avoir posé que le préjudice « *ne se confond pas avec le montant des pertes subies par les parties civiles lors de la vente des titres, en raison du risque et de l'aléa propre à tout investissement boursier* »⁴⁴⁸, les juges du fond évaluent, aux termes d'une motivation lapidaire⁴⁴⁹, la perte de chance subie par chaque actionnaire à la somme de 10 euros par action détenue, et ce, en contravention avec les principes de la responsabilité civile qui exigent une réparation intégrale du préjudice et proscrivent une réparation par forfait. En effet, le recours à la théorie de la perte

⁴⁴⁷ CLERC Ch., art. préc., n° 32.

⁴⁴⁸ CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 31 oct. 2008, n°06/09036, *Sidel*, préc.

⁴⁴⁹ Le tribunal se contente, pour évaluer le préjudice, de prendre en compte les montants de la surévaluation des résultats pour les deux exercices concernés et d'indiquer qu'ils « *doivent cependant être confrontés aux chiffres du groupe* ». Est par ailleurs écarté des débats le fait qu'une transaction ait pu être conclue entre d'une part la société *Sidel* et un actionnaire principal, *Eurazeo*, filiale du groupe financier *Lazard*, et d'autre part, la société *Deminor*, agissant pour le compte de certains actionnaires, à un montant par action supérieur. La cour d'appel confirme ce montant sans autre précision.

de chance ne permet pas en principe au juge de faire fi du principe de la réparation intégrale, celui-ci devant en principe calculer le préjudice final et lui appliquer le coefficient de probabilité correspondant à la perte de chance.

En pratique toutefois, les tribunaux se livrent rarement à un tel exercice, et le recours à la perte de chance donne souvent lieu à une évaluation forfaitaire, sans autre motivation, et cela d'autant que l'évaluation du préjudice, relevant de l'appréciation souveraine des juges du fond, n'est pas contrôlée par la Cour de cassation, qui se contente, en matière de perte de chance, de vérifier que le préjudice réparé est bien inférieur au préjudice final. Cependant, la décision *Sidel* présente, de ce point de vue encore, une singularité. Ce n'est pas tant, en effet, la difficulté de l'exercice qui fait obstacle ici à une évaluation de la perte de chance définie que son impossibilité. Dès lors qu'il ne s'agit pas d'évaluer la probabilité qu'une autre décision déterminée ait été prise, mais d'une atteinte abstraite à la liberté d'arbitrer, on voit mal quel coefficient de probabilité pourrait être retenu pour le calcul et comment l'appréciation du préjudice pourrait être autre que forfaitaire. La solution ne permet pas, en outre, d'individualiser la réparation en fonction des situations très diverses dans lesquelles se trouvent les parties civiles : certaines acquièrent leurs actions avant la diffusion des fausses informations et soit les conservent soit les revendent après la rectification des informations ; d'autres encore n'acquièrent leurs actions qu'après la diffusion des fausses informations et également soit les conservent soit les revendent une fois la rectification effectuée.

b. L'application incohérente de la perte de chance abstraite

30. Contournement de la perte de chance abstraite. L'affaire *Régina Rubens* et l'affaire *Marionnaud* (au civil et au pénal). Les premières décisions adoptées par les juges du fond après l'affaire *Sidel*, mais avant la consécration par la Cour de cassation à travers la jurisprudence *Gaudriot*, font preuve d'incohérence : elles reprennent le nouveau chef de préjudice, mais n'en tirent pas les conséquences en termes d'indemnisation. L'altération abstraite paraît ainsi contournée par le juge pénal ou civil, que ce soit dans l'affaire *Régina Rubens* (i) ou dans l'affaire *Marionnaud* (ii).

i. L'affaire *Régina Rubens*

31. Le chef de préjudice retenu. L'affaire *Régina Rubens*⁴⁵⁰, qui suit de très près l'affaire *Sidel*, était l'occasion pour les juges de la 11^e chambre du tribunal correctionnel de Paris, saisis notamment des délits de présentation ou publication de comptes infidèles et de diffusion d'informations fausses ou trompeuses commis par les dirigeants de la société, de confirmer la nouvelle définition du préjudice subi par les investisseurs. Le tribunal commence ainsi par rappeler sa jurisprudence précédente en indiquant que le préjudice doit être analysé comme une atteinte portée au libre choix de l'actionnaire, qui a acquis des actions alors qu'était diffusée sur le marché une information mensongère sur la société, de sorte que l'actionnaire qui a été privé de la possibilité d'investir ou de désinvestir en connaissance de la situation réelle de la société doit recevoir réparation⁴⁵¹. Mais le tribunal n'en tire pas les conséquences au regard de

⁴⁵⁰ T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 22 janv. 2007, n° 0106896039, *Régina Rubens* : RTDF, 2007, n° 2, p. 123, obs GARRIGUES B. - CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 14 sept. 2007, n° 2007/01477, *Régina Rubens* : Lexbase hebdo, éd. privée gén., 11 oct. 2007, n°276, n° N6240BC4, note LENHOF J.-B. (texte intégral au n° A6174DYC) ; RTDF, 2007, n° 4, p. 145, obs. RONTCHEVSKY N.

⁴⁵¹ La solution est affirmée pour les actionnaires parties civiles ayant acquis leurs actions pendant la période de diffusion des informations mensongères sur le marché, que ces actions aient ensuite été revendues ou conservées. La question de la conservation des titres par un actionnaire les ayant acquis

l'indemnisation, qu'il s'agisse de celle d'un investisseur professionnel ou bien des petits porteurs.

32. L'indemnisation d'un investisseur professionnel. S'agissant d'abord de la société d'investissement, LV Capital, appartenant au groupe LVMH, qui avait acquis un intérêt minoritaire en souscrivant à une augmentation de capital de la holding de contrôle, Régina Rubens Holding dont le principal actif était la société cotée Régina Rubens SA (reprise par la société Montaigne Fashion Group), le tribunal commence par exclure la réparation de la totalité des pertes, au motif que « *les manipulations délictueuses se sont considérablement accélérées après l'exercice clos au 30 juin 1999, (...) date de référence lors de la souscription de LV Capital* ». Autrement dit, pour le tribunal, ce ne sont pas les seuls résultats faussés qui avaient été ici déterminants de la décision d'investir, comme le prétendait l'investisseur lésé, mais la sincérité des comptes pris dans leur globalité, et au sein desquels les manipulations comptables restaient encore d'une ampleur limitée, si bien que les pertes ne pouvaient être indemnisées dans leur totalité.

Le tribunal quantifie ainsi l'impact des fraudes à la date d'acquisition⁴⁵² pour en déduire que, même si la décision d'investir dans Régina Rubens s'inscrivait dans une stratégie de prise de participation dans le secteur du prêt-à-porter, « *l'influence de ces faits délictueux sur la décision de la demanderesse apparaît (...) très importante* ». Il fixe ainsi le montant du préjudice subi par LV Capital à une somme forfaitaire de 1 500 000 euros, sans autre motivation. Il semble donc que, sans le dire, le tribunal a raisonné en termes de perte de chance concrète, en considérant que la fausseté des comptes sociaux présentés, ayant eu une influence « *très importante* » sur la décision de LV Capital, lui avait fait perdre une chance non négligeable de ne pas souscrire à l'augmentation de capital – plus exactement, une chance sur deux, dès lors que les prétentions de l'investisseur s'élevaient à trois millions d'euros⁴⁵³.

Sans surprise, la cour d'appel vient infirmer la décision de première instance au regard de la nature du préjudice, en considérant que celui-ci doit être analysé « *en une perte de chance [pour la société LV Capital] d'investir les sommes litigieuses dans un placement plus judicieux, et de renoncer plus rapidement à celui réalisé* ». Elle limite par ailleurs l'évaluation de cette perte de chance à 10 % des sommes investies, soit 300 000 euros, en tenant compte notamment « *de ce que l'impact des manipulations comptables était relativement faible au moment de l'acquisition* », celles-ci s'étant accélérées ensuite au deuxième semestre 1999 et au cours de l'année 2000, et de ce que « *même si elle avait alors eu connaissance de la situation véritable de Régina Rubens SA, LV Capital n'aurait pu aisément céder sa participation dans Régina Rubens Holding, les facteurs qui l'avaient conduit à investir n'étant pas exclusivement des éléments d'ordre comptable* ». Finalement, la cour applique, elle aussi, la théorie de la perte de chance de façon classique - il ne s'agit pas de la perte de chance abstraite de ne pas avoir été en mesure d'effectuer des arbitrages éclairés, mais d'une perte de chance concrète, celle de ne pas avoir acheté les titres Régina Rubens et de ne pas avoir cédé plus tôt ceux qui avaient été acquis – et se livre bien à un calcul probabiliste, en estimant que LV Capital aurait eu environ une

avant la diffusion des fausses informations n'est pas abordée, aucune partie civile ne semblant se trouver dans cette situation.

⁴⁵² Le tribunal a pris en compte le montant des fraudes dans les comptes semestriels au 30 juin 1999, utilisés par LV Capital pour calculer le prix de souscription, soit 4,2 millions de francs, et l'a comparé au chiffre d'affaires total de 1998, de 46 millions de francs.

⁴⁵³ *Contra* CLERC Ch., art. préc., n° 34, estimant que c'est sans doute le même raisonnement que celui suivi dans l'affaire *Eurodirect Marketing* qui a guidé le tribunal s'agissant de l'indemnisation de LV Capital.

chance sur dix de ne pas acheter les titres ou bien de les céder plus tôt si elle avait eu connaissance de la situation réelle.

33. L'indemnisation des petits porteurs. S'agissant des petits porteurs, les juges du fond ont opéré une distinction selon la date d'acquisition des actions pour appliquer deux modalités d'indemnisation différentes. Ceux qui avaient acquis leurs titres « *au début du processus délictueux* », soit avant le 31 mars 2000, au vu de comptes faisant apparaître des irrégularités limitées (c'est-à-dire des bilans clos au 31 décembre 1998 et au 30 juin 1999), ont vu leur préjudice réparé à hauteur de la moitié du prix d'acquisition des actions, le tribunal précisant que « *sans ces éléments frauduleux les actionnaires n'auraient pas acquis les titres au même prix au début du processus délictueux* ». Les juges du fond ont ainsi pris en compte, pour cette catégorie d'actionnaires, l'altération du cours de bourse subie *ex ante*, reprenant le raisonnement développé dans l'affaire *Société générale de fonderie* : ils ont évalué grossièrement cet impact à la moitié du prix d'acquisition, sans autre motivation. Ceux qui avaient acheté leurs actions « *en plein cœur des fraudes* », c'est-à-dire après le 31 mars 2000, se sont vu attribuer, quant à eux, une indemnisation supérieure, égale à la totalité des pertes subies, soit la différence entre le prix d'achat et la valeur de l'action à la date du jugement, « *compte tenu de l'effondrement boursier consécutif aux révélations* ». Les juges parisiens semblent donc avoir implicitement posé une présomption de causalité entre information et décision d'investissement, et considéré les fausses informations, étant donné l'ampleur des manipulations comptables alors effectuées, comme nécessairement déterminantes des acquisitions réalisées.

i. L'affaire Marionnaud

34. L'affaire Marionnaud au pénal et au civil. Dans l'affaire *Marionnaud*, dans laquelle les actionnaires ont été indemnisés à la fois au pénal et au civil, le juge tant répressif que civil a fait preuve à nouveau d'une incohérence - ou au moins d'une ambiguïté - entre le chef de préjudice retenu et l'indemnisation pratiquée.

35. L'affaire Marionnaud au pénal. Ambiguïté de la solution. Dans l'affaire *Marionnaud* au pénal⁴⁵⁴, le juge répressif a condamné le président-directeur général et le directeur général délégué de la société à indemniser 32 investisseurs du chef notamment de diffusion d'informations fausses ou trompeuses dans le public. Le tribunal précise d'abord qu'« *il est constant que l'établissement de comptes annuels ne donnant pas une image fidèle de la situation financière d'une société est de nature à fausser l'analyse que peut effectuer un investisseur sur la valeur réelle de cette société* ». Le chef de préjudice que le tribunal entend indemniser est donc proche, quoique formulé sans référence expresse à la notion de perte de chance, de celui retenu dans l'affaire *Sidel* puisqu'il s'agit de manière générale d'une atteinte à la faculté d'arbitrer ses investissements en connaissance de cause. Le tribunal ajoute ensuite, comme dans l'affaire *Sidel*, qu'il « *prendra en considération le fait que l'investissement en bourse présente en soi un caractère spéculatif et donc un risque pour l'actionnaire qui doit assumer les choix qu'il prend dans la mesure où ceux-ci ne sont pas faussés* », pour limiter l'indemnisation à intervenir à la somme de 2 euros par action, soit 10 % du dernier cours du titre Marionnaud avant la suspension des cotations. La solution adoptée paraît, par conséquent, ambiguë. On a du mal à savoir si les juges ont pris en compte l'altération abstraite de décision par la fausse information et procédé, de manière cohérente avec le chef de préjudice posé, à une réparation

⁴⁵⁴ T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 9 juill. 2008, n° 0502492024, Marionnaud Parfumeries, inédit - CA Paris, Pôle 5 12^e ch., 27 mai 2009, n° 2008/08267, Marionnaud Parfumeries, inédit.

forfaitaire (en s'appuyant simplement sur un pourcentage du dernier cours de bourse), ou bien s'ils ont en fait appliqué, en contradiction avec le chef de préjudice posé, une analyse fondée sur l'altération du cours de bourse exercée *ex ante* par la fausse information, en affectant à ladite fausse information une valeur proportionnelle de 10 % du cours. La motivation, assez lapidaire, ne permet pas de trancher sur ce point. Elle reste, plus généralement, particulièrement sommaire : aucune explication n'est donnée sur les raisons ayant conduit le tribunal à retenir le pourcentage de 10 % du dernier cours de bourse ; aucune distinction n'est faite entre l'achat, la vente et la conservation (ces différentes décisions d'investissement n'étant même pas visées) ; pas plus que n'est expressément précisée la période de diffusion de l'information litigieuse au cours de laquelle les décisions d'investissement auraient dû avoir lieu pour ouvrir droit à indemnisation⁴⁵⁵.

36. L'affaire Marionnaud au civil. Contradiction entre le chef de préjudice retenu et l'indemnisation pratiquée. Comme nous l'avons vu⁴⁵⁶, le tribunal de commerce de Créteil dans sa décision du 19 janvier 2010 relative à l'affaire *Marionnaud*⁴⁵⁷, a repris, tout en le précisant, le chef de préjudice dégagé par la jurisprudence *Sidel*, en estimant que la faute commise par la société « *était de nature à priver les détenteurs de titres MARIONNAUD d'une chance de pouvoir arbitrer, à meilleur escient, leurs choix entre l'achat, la conservation ou la vente de titres* », et que le préjudice consiste en « *une perte de chance pour les actionnaires d'effectuer les arbitrages éclairés conformes à leur intérêt, ayant été privés de la possibilité d'arbitrer leurs actifs à bon escient* ». Le tribunal a approfondi, en outre, l'analyse de cette perte de chance en la définissant « *comme la différence entre un environnement d'informations fiables par rapport à un environnement d'informations trompeuses* ». Il a ajouté enfin, de manière devenue classique, que le préjudice ne pouvait « *se confondre avec le montant de pertes subies lors de la revente de titres, en raison de l'aléa propre à tout investissement boursier* ». Toutefois, le tribunal n'a tiré ensuite en termes d'évaluation aucune conséquence de la définition du préjudice qu'il a posée : il n'a pas procédé à une évaluation forfaitaire d'une perte de chance abstraite d'arbitrer en connaissance de cause, mais s'est livré à une appréciation *ex post* de l'altération du cours de bourse par la fausse information.

2. La consécration par la Cour de cassation

37. La consécration de l'altération abstraite de la décision par la Haute juridiction. L'analyse fondée sur l'altération abstraite de la décision a été consacrée par la Haute juridiction d'abord dans l'affaire *Gaudriot* (a), puis dans l'affaire *Marionnaud* (b).

a. L'affaire *Gaudriot*

38. Devant les juges du fond. Dans l'affaire *Gaudriot*, les dirigeants avaient, par des manœuvres délibérées, donné une image tronquée de la société et faussé l'opinion du public en

⁴⁵⁵ Le tribunal se contente d'indiquer : « *pour ces motifs, le Tribunal a retenu une indemnité à hauteur de 2 euros par action pour le montant du préjudice subi par les parties civiles. Ce chiffre correspond, compte tenu des circonstances et par application du principe de la réparation du dommage causé par l'infraction à 10 % du dernier cours de MARIONNAUD SA. La recevabilité des parties civiles est appréciée en fonction des pièces qu'elles ont produites, en particulier sur la preuve de la détention des titres Marionnaud au moment des faits* ».

⁴⁵⁶ Cf. *supra*.

⁴⁵⁷ T. com. Créteil, 2^e ch., 19 janv. 2010, n° 2005F00978, Marionnaud Parfumeries, préc.

publiant des comptes ne donnant pas une image fidèle des résultats de l'entreprise faute d'avoir mis en place les outils de gestion fiables rendus nécessaires par un changement de méthode comptable et en diffusant des communiqués de presse très optimistes (omettant de rappeler les réserves émises par les commissaires aux comptes relativement à l'absence desdits outils de gestion, réserves qui n'avaient été rendues publiques que dans des supports de moindre diffusion). La société ayant été placée en redressement judiciaire, 160 investisseurs ayant acquis leurs actions pendant la période de fausse information avaient sollicité une indemnisation, en faisant valoir qu'ils avaient été incités à acquérir ou à conserver leurs actions en raison des fausses informations.

En première instance⁴⁵⁸, le tribunal de grande instance de Guéret avait, tout en semblant retenir un préjudice d'altération abstraite de la décision (« *les associés, trompés par des communiqués annonçant de substantiels bénéfices, puis dissimulant soigneusement la situation réelle de la société, ont perdu une chance d'investir ailleurs leurs économies* »), fait droit à l'ensemble des demandes et indemnisé la totalité des pertes subies par les investisseurs⁴⁵⁹. Cette évaluation du préjudice semblait non seulement en contradiction avec la perte de chance abstraite apparemment retenue, laquelle semble commander une réparation forfaitaire, mais aussi plus généralement, avec la théorie de la perte de chance qui exige que la réparation accordée soit inférieure au montant du préjudice final.

Pour sauver l'indemnisation accordée en première instance, la cour d'appel de Limoges⁴⁶⁰ vient ainsi modifier la nature du préjudice : « *attendu par ailleurs, sur le préjudice, que si c'est improprement que le premier juge a considéré que le préjudice s'analysait en une perte de chance d'investir ailleurs leurs économies, alors qu'il est en réalité, comme rappelé précédemment, au minimum de l'investissement réalisé ensuite des informations tronquées portées à la connaissance des actionnaires, sa décision mérite cependant confirmation sur le montant des sommes allouées à titre de dommages et intérêts ; que le premier juge a en effet fait droit aux demandes qui lui étaient présentées, lesquelles correspondent, pour chacun des actionnaires, à l'investissement par lui réalisé* ». Autrement dit, la cour d'appel retient un préjudice d'altération concrète déterminante, en posant implicitement une présomption de causalité entre information et décision d'acquisition ou de conservation, ce qui justifie une indemnisation égale au minimum à l'investissement réalisé sur la base des fausses informations, comme l'avaient décidé déjà les premiers juges, mais pour des motifs erronés.

39. La censure opérée par la Cour de cassation. La chambre commerciale de la Cour de cassation vient censurer l'analyse de la cour d'appel sur la nature du préjudice : « *attendu que celui qui acquiert ou conserve des titres émis par voie d'offre au public au vu d'informations inexactes, imprécises ou trompeuses sur la situation d'une société émettrice perd seulement une chance d'investir ses capitaux dans un autre placement ou de renoncer à celui déjà réalisé ; attendu que l'arrêt retient que le préjudice des actionnaires ne s'analyse pas en la perte de chance d'investir ailleurs leurs économies dès lors qu'il est, en réalité, au minimum de l'investissement réalisé ensuite des informations tronquées portées à leur connaissance ; attendu qu'en statuant ainsi, la cour d'appel a violé le texte susvisé* »⁴⁶¹.

⁴⁵⁸ TGI Guéret, statuant en matière commerciale, 20 févr. 2007, n° 06/00052, Gaudriot, inédit.

⁴⁵⁹ Le tribunal a accordé aux 160 actionnaires demandeurs un montant de dommages-intérêts d'environ 1 400 000 euros.

⁴⁶⁰ CA Limoges, ch. civ. 1^{re} sect., 6 oct. 2008, n° 07/00286, Gaudriot.

⁴⁶¹ Cass. com. 9 mars 2010, n° 08-21.547 et 08-21.793, Gaudriot, Bull. civ. IV, n° 48.

La Cour de cassation affirme ainsi solennellement, dans un arrêt de principe, sa volonté d'unifier l'analyse, opérée par les juridictions du fond, du préjudice subi par l'investisseur qui acquiert ou conserve des titres cotés en bourse alors que des informations mensongères sont diffusées sur la société émettrice : il ne peut s'agir que d'une perte de chance d'investir ses capitaux dans un autre placement ou de renoncer à celui déjà réalisé. Elle semble donc consacrer l'altération abstraite de la décision par la fausse information, dès lors que la première branche de l'alternative - consistant à « *investir ses capitaux dans un autre placement* » - ne vise pas une décision d'investissement précisément définie et que, plus généralement, la détermination d'une telle perte de chance dans un contentieux de masse serait illusoire⁴⁶². Seule concession faite à la théorie classique de la perte de chance : la Cour de cassation indique que le préjudice réparé doit être inférieur au préjudice final. Mais il s'agit sans doute plus d'une volonté de limiter le préjudice, par nature forfaitaire et donc potentiellement indéfini, aux pertes réalisées, que d'exiger une application stricte de la théorie de la perte de chance.

Si elle a été généralement approuvée par la doctrine⁴⁶³, cette décision a également été critiquée en ce qu'elle apparaît restrictive, simpliste et arbitraire⁴⁶⁴. En effet, par la généralité de la solution retenue, elle écarte la possibilité de réparer d'autres types de préjudice, et en raison de son abstraction, conduit à une indemnisation arbitraire, en contradiction avec le principe de réparation intégrale. Validant la méthode déjà retenue par les juges du fond, la Haute juridiction a ainsi eu pour objectif d'assurer une responsabilité civile effective sur le marché boursier au regard de sa fonction réparatrice, mais, sans doute, également dissuasive, la réparation de ce préjudice présumé et évalué forfaitairement pouvant également être vue comme une peine privée.

b. L'affaire *Marionnaud*

40. Les prétentions ambiguës de l'investisseur. L'affaire *Marionnaud* a connu un nouvel épisode dans son volet civil (autre que celui précédemment évoqué). En l'espèce, un investisseur institutionnel, une société d'assurance dénommée AFI ESCA, avait acquis 8 592 actions Marionnaud entre 2003 et 2004, c'est-à-dire pendant la période d'information

⁴⁶² On pourrait notamment penser qu'en posant cette règle, la Cour de cassation considère que la détermination des autres placements dans lesquels la victime aurait pu investir relève des juges du fond. Toutefois, une telle détermination, déjà fort délicate pour un investisseur particulier, est impossible dans un contentieux de masse, ce que la Haute juridiction ne peut ignorer. Il semble plutôt qu'elle valide la pratique de la perte de chance abstraite. Cf. *infra*, sur l'analyse renouvelée de cette jurisprudence.

⁴⁶³ V. approuvant cette décision LE CANNU P. et DONDERO B., note sous Cass. com 9 mars 2010, RTD com., 2010, p. 374 ; ROMANI A.-M., note sous Cass. com. 9 mars 2010, LPA, 19 nov. 2010, n° 231, p. 9 ; SCHILLER S., *L'indemnisation du préjudice de l'actionnaire en cas de diffusion d'une information erronée*, Dr. sociétés, 2009, étude n° 12, p. 6 ; RONTCHEVSKY N., note sous Cass. com. 9 mars 2010, Bull. Joly Bourse, 2010, n° 4, p. 316, § 41.

⁴⁶⁴ SPITZ N., note sous Cass. com. 9 mars 2010, RTDF, 2010, n° 2, p. 60, spéc. n° 27 et s.. V., aussi, rapport du Club des juristes, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, nov. 2014, préc., p. 18 à 52, critiquant sévèrement la jurisprudence de la Cour de cassation, en ce qu'elle utilise la notion de perte de chance de manière théoriquement erronée, afin d'aboutir à une réparation collective, forfaitaire et arbitraire, en contradiction avec le principe de réparation intégrale et sans rapport avec les véritables préjudices subis, et afin d'exercer, sous couvert de réparation, une fonction punitive sur les émetteurs alors que celle-ci doit relever du seul droit répressif administratif et pénal. Le rapport ajoute que la théorie de la perte de chance ne peut être utilisée, à bon escient, qu'en cas d'opportunité spécifique d'investissement alternatif plus lucratif. V., sur ce rapport, KLEIN J., *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées. Pour une meilleure appréhension du préjudice subi par les victimes*, JCP G, 13 avr. 2015, n° 15, p. 738.

défectueuse. Elle sollicitait ainsi auprès de la société Marionnaud réparation de son préjudice, consistant à avoir réalisé des arbitrages en méconnaissance de la situation financière et économique réelle de la société et donc à avoir perdu une chance d'arbitrer judicieusement entre l'achat, la vente ou la conservation des titres en cause. Ayant vendu la totalité de ses actions à la suite de la rectification informationnelle opérée par la société, elle évaluait, plus précisément, son préjudice à hauteur de 30 % du prix moyen d'achat desdites actions, soit environ 70 363 euros, compte tenu de la chute du cours dans cette proportion au lendemain de l'annonce publique de la situation réelle de la société ; elle retenait, à titre subsidiaire, la décote provoquée par cette annonce et égale à la différence entre le cours de 21,97 euros au jour de la suspension de la cotation et celui de 14,95 euros lors de la reprise du cours de bourse, soit 7,02 euros, d'où un préjudice total qu'elle chiffrait à environ 58 769 euros. Les prétentions avancées par la société d'assurance ne manquaient pas, en vérité, de susciter une certaine perplexité. En effet, d'un côté, elle prenait bien soin de formuler le préjudice allégué comme un préjudice d'altération abstraite de sa décision, l'ayant privée d'arbitrer ses investissements (d'achat, de vente ou de conservation) en connaissance de cause. De l'autre, elle sollicitait de fait la réparation d'une sorte de préjudice d'altération du cours *ex post*, en se fondant soit sur la méthode de la valeur proportionnelle, soit à titre subsidiaire sur celle de la valeur fixe⁴⁶⁵, puisqu'elle considérait que la surévaluation du cours avait été, tout au long de la période de fausse information, soit d'un pourcentage de 30 %, soit d'une valeur fixe d'environ 7 euros.

41. La décision des juges du fond : l'application stricte de l'altération abstraite de la décision. Si le tribunal de commerce de Paris avait, par une décision du 1^{er} avril 2011, déclaré l'action irrecevable pour défaut d'intérêt à agir, la cour d'appel de Paris accepte, pour sa part, le principe de l'indemnisation mais en s'inscrivant dans la droite ligne de la jurisprudence *Gaudriot*⁴⁶⁶. D'une part, elle balaie sèchement l'argument soulevé, non sans une certaine finesse, par la société Marionnaud, et qui tenait à l'absence de lien de causalité direct et certain entre la faute retenue et le préjudice allégué, le demandeur ne démontrant pas en quoi les informations inexactes avaient eu une influence sur sa décision d'acheter ou de conserver les titres, et ce d'autant plus que les achats avaient eu lieu au moment où le cours chutait. La cour d'appel lui réplique en effet de manière lapidaire que « *la société AFI ESCA a, de manière certaine, été privée de la possibilité d'effectuer des décisions d'investissement en connaissance de cause, et des arbitrages éclairés, en particulier en renonçant aux placements déjà réalisés* », peu important que les acquisitions aient été effectuées alors que le cours chutait. Autrement dit, l'exigence de causalité ne s'impose plus lorsque l'on retient un préjudice d'altération abstraite de la décision. D'autre part, la cour d'appel refuse de faire droit à la demande d'indemnisation de l'investisseur de la totalité de ses pertes et limite, de manière désormais classique, la réparation à un montant qu'elle évalue forfaitairement à 30 000 euros pour tenir compte de l'aléa que comportent les opérations d'investissement en boursier⁴⁶⁷.

42. La réitération de la solution de l'altération abstraite de la décision par la Cour de cassation. Dans son pourvoi, Marionnaud fait notamment valoir qu'en l'absence de présomption de causalité, la diffusion d'informations fausses ne peut justifier la condamnation

⁴⁶⁵ Cf. *supra*.

⁴⁶⁶ CA Paris, pôle 5 ch. 7, 19 mars 2013, n° 2011/06831, Société AFI ESCA c/ Société Marionnaud parfumeries et autres, JurisData n° 2013-004744 : JCP E, n° 22, 30 mai 2013, 1315, note critique MARTIN D.

⁴⁶⁷ La référence à l'aléa boursier confirme le caractère abstrait de la perte de chance. En effet, si la cour d'appel retenait une véritable perte de chance, l'indemnisation serait naturellement inférieure aux pertes réalisées en application de la théorie classique de la perte de chance, sans qu'il soit besoin de faire appel à l'aléa boursier. En vérité, la référence à l'aléa boursier sert à limiter le préjudice, indemnisé forfaitairement. V., sur ce point, les fines explications de MARTIN D., note préc.

de la société émettrice que si le caractère déterminant desdites informations sur les décisions d'investissement litigieuses est démontré. Mais le moyen ne porte pas. La chambre commerciale de la Cour de cassation s'en tient, dans une décision rendue en date du 6 mai 2014, au préjudice d'altération abstraite de la décision : *« mais attendu qu'ayant relevé que la société avait diffusé entre avril 2002 et décembre 2004 des communiqués mensongers de nature à gonfler artificiellement le cours de bourse et à inciter les actionnaires à acheter des titres à un cours supérieur à sa valeur réelle, ou à les conserver, et retenu que la société Esca avait été, de manière certaine, privée de la possibilité de prendre des décisions d'investissement en connaissance de cause et de procéder à des arbitrages éclairés, en particulier en renonçant aux placements déjà réalisés, la cour d'appel (...) a caractérisé le lien de causalité entre les fautes commises par la société et le préjudice, s'analysant en une perte de chance, subi par la société Esca »*⁴⁶⁸. La Cour de cassation réaffirme ainsi le principe de l'altération abstraite de la décision qu'elle avait déjà énoncé avec solennité dans l'arrêt *Gaudriot* quatre ans auparavant.

3. L'approfondissement par les juges du fond (affaire *Vivendi* au pénal)

43. La décision *Vivendi* au pénal de 2011. Les perfectionnements apportés. Dans l'affaire *Vivendi*⁴⁶⁹, la 11^e chambre du tribunal correctionnel de Paris reprend en 2011, le chef de préjudice qu'elle avait dégagé à l'occasion de l'affaire *Sidel* : *« s'agissant des faits d'informations fausses ou trompeuses, la diffusion de telles informations, qui ont donné une image trompeuse de la dette du groupe et des possibilités qu'il avait de la résorber, ont entraîné chez les parties civiles une perte de chance d'effectuer des arbitrages plus judicieux que l'achat ou la conservation du titre Vivendi Universal »*. En matière d'évaluation du préjudice, le tribunal fixe, exactement comme dans l'affaire *Sidel*, l'indemnisation à intervenir à la somme forfaitaire de 10 euros par action, *« compte tenu de l'évolution du titre au cours de la période visée par la prévention, passé de 74 euros au 11 décembre 2000 à environ 21 euros fin juin 2002, (...) de l'aléa inhérent à toute opération boursière et du nombre limité de communications en cause »*.

La décision apporte, toutefois, des perfectionnements à l'altération abstraite de la décision⁴⁷⁰. D'abord, du point de vue de la généralité des décisions d'investissement envisagées. Les juges

⁴⁶⁸ Cass. com. 6 mai 2014, n° 13-17632 et 13-18473, Société Marionnaud parfumeries et autres c/ Société AFI ESCA, JurisData n° 2014-009959 : Bull. Joly Bourse, juill. 2014, n° 7-8, p. 340, note GAUDEMET A. ; RDBF, 2014, comm. 156, note PAILLER P. ; RTD com., 2014, p. 829, obs. RONTCHEVSKY N. ; Rev. sociétés, 2014, p. 579, note DEZEUZE É. et TRÈVES J. ; Bull. Joly Sociétés, 2014, p. 449, note TORCK S. L'on notera que la décision est toutefois cassée sur un autre motif.

⁴⁶⁹ T. corr. Paris, 11^e ch., 21 janv. 2011, Vivendi Universal, inédit : Bull. Joly Sociétés, n° 3, p. 210, note BARBIÉRI J.-F. ; Bull. Joly Bourse, n° 4, p. 123, note LASSERRE CAPDEVILLE J.

⁴⁷⁰ Précisons toutefois que cette décision a été infirmée par la cour d'appel de Paris en 2014 s'agissant des condamnations du chef de diffusion d'informations fausses et trompeuses (pour défaut d'élément matériel et/ou intentionnel) (CA Paris, pôle 5 ch. 12, 19 mai 2014, n° 11/03728, Vivendi Universal : RSC, 2015, p. 345, note STASIAK F). La censure a également été opérée par la cour d'appel sur les intérêts civils. au regard pour l'essentiel de l'absence de faute civile mais aussi de la causalité : *« à ce titre la cour relève que les parties (...) ont sollicité la condamnation solidaire de l'ensemble des prévenus au paiement en principal d'une somme en réparation de leur préjudice financier sans rapporter le moindre commencement de preuve de l'existence d'un lien de causalité entre la faute commise par chacun d'eux en relation avec les faits qui leurs sont personnellement reprochés à la prévention et le préjudice global allégué »* (p. 157). L'arrêt d'appel a par ailleurs été confirmé par la Cour de cassation (Cass. crim. 20 avr. 2017, n° 14-84.562, FS-P+B, arrêt par lequel la chambre criminelle rejette par ailleurs toute autorité de la chose jugée à l'administratif).

font référence à toutes les décisions d'investissement envisageables, non seulement l'achat et la conservation, comme c'est traditionnellement le cas en matière d'information faussement positive, mais également la vente, alors que celle-ci n'a pas été visée dans la définition du préjudice, et lui réservent un traitement identique à l'achat et à la conservation. Chacune de ces trois décisions d'investissement donne lieu, en effet, à l'indemnisation forfaitaire prévue, à condition d'avoir été réalisée pendant la période de fausse information : *« le tribunal estime que la communication du 24 avril 2002 a pu poursuivre ses effets jusqu'au 1^{er} juillet 2002 s'agissant des arbitrages à effectuer par les actionnaires ; (...) le tribunal (...) déclarera irrecevable, au motif de la non-démonstration du lien direct entre l'infraction et le préjudice, toute constitution de partie civile d'actionnaire ne justifiant pas avoir acquis, conservé ou cédé des actions Vivendi Universal pendant la période située entre le 11 décembre 2000 et le 1^{er} juillet 2002 »*.

Cette solution apparaît surprenante puisque les actionnaires qui ont vendu leurs titres, alors que des informations exagérément optimistes étaient communiquées au marché, ont *a priori* plutôt fait une bonne affaire en cédant les titres à un cours surévalué. Elle ne se comprend qu'au regard du caractère abstrait de l'altération de la décision. Perfectionnement ensuite, quant à la présomption de causalité en lien avec la période de fausse information, dès lors que les juges font un effort remarquable pour délimiter précisément cette période⁴⁷¹. Toute décision d'investissement doit avoir été concrétisée pendant cette période pour que soit reconnu un lien de causalité suffisant entre l'infraction et le préjudice : *« le tribunal estime que la communication du 24 avril 2002 a pu poursuivre ses effets jusqu'au 1^{er} juillet 2002 s'agissant des arbitrages à effectuer par les actionnaires ; (...) le tribunal (...) déclarera irrecevable, au motif de la non-démonstration du lien direct entre l'infraction et le préjudice, toute constitution de partie civile d'actionnaire ne justifiant pas avoir acquis, conservé ou cédé des actions Vivendi Universal pendant la période située entre le 11 décembre 2000 et le 1^{er} juillet 2002 »*.

Si le tribunal fixe précisément la période de fausse information pour délimiter le cercle des investisseurs admis à se constituer parties civiles, il en résulte aussi en pratique une présomption fort difficile à renverser pour l'émetteur en vertu de laquelle tout actionnaire ayant acquis, conservé ou cédé pendant cette période sera présumé avoir subi un préjudice découlant directement de l'infraction – en revanche, en dehors de cette présomption de causalité, aucune preuve d'un lien causal entre l'infraction et une autre décision d'investissement ne peut être apportée. Perfectionnement enfin, quant à la nature du préjudice. Le tribunal répond aux demandeurs qui sollicitent, outre la réparation d'un préjudice financier, la réparation d'un préjudice moral, que ces deux chefs de préjudice se confondent : *« les parties civiles (...) demandent au Tribunal de condamner les prévenus à leur payer, outre un préjudice financier (...), la somme de 3750 euros chacune au titre de leur préjudice moral compensant notamment la trahison de leur confiance ; que cette trahison de confiance se confondant avec le caractère trompeur des informations en cause, il y a lieu de débouter les parties civiles de ce chef »* ; *« le préjudice moral (...) ne se distingue pas en l'espèce du préjudice financier »* ; *« le tribunal considère que les souffrances endurées suite à la moins-value subie (...) se confondent avec le préjudice financier »*. Finalement, la perte de chance abstraite n'apparaît plus que comme un préjudice moral.

44. Bilan sur la perte de chance abstraite. A l'examen, la perte de chance abstraite n'a été qu'assez peu ou souvent qu'imparfaitement appliquée par les juges du fond, lesquels s'en

⁴⁷¹ Ce qui ne ressortait pas aussi clairement des décisions précédentes, à l'exception de l'affaire Sedri (cf. *supra*).

sont souvent tenus à une appréciation plus casuistique. Plus encore, ces dernières années, on a vu les juges du fond se tourner vers un autre type de perte de chance.

B. La perte de chance concrète non individualisée

45. Nouveau type de « perte de chance » : la « perte de chance concrète non individualisée ». Malgré le caractère assez casuistique de l'indemnisation, les juges du fond ont généralement respecté, au moins formellement, le principe de la perte de chance posé par la Cour de cassation. On remarquera cependant que dans l'affaire *Vivendi*, toujours à propos de la communication financière du début des années 2000 lors de l'explosion de la bulle internet, le tribunal de commerce à Paris a rejeté par plusieurs jugements rendus le 7 juillet 2021 les demandes formées à hauteur de 1,5 milliard d'euros par une centaine d'investisseurs institutionnels étrangers exclus des actions collectives menées aux Etats-Unis, et qui sollicitaient la réparation soit d'une perte de chance forfaitairement, soit d'une différence de cours. Le tribunal a considéré que n'était pas apportée la preuve de la faute, ni même à titre subsidiaire celle du lien de causalité et du préjudice⁴⁷². Ce faisant, la juridiction consulaire a implicitement écarté le principe de la perte de chance posé par la Cour de cassation, dans la mesure où pour l'essentiel ce principe dispense l'investisseur de démontrer la causalité et le préjudice. Toutefois, une telle position est restée isolée⁴⁷³. De manière plus générale, les juges du fond, soucieux de respecter le principe imposé par la Cour de cassation, ont adopté un nouveau type de perte de chance : une perte de chance pouvant être considérée comme concrète car s'exerçant par rapport à une décision d'investissement définie (en général, la perte de chance de conserver ou de ne pas vendre, ou bien parfois la perte de chance de ne pas acheter, voire de ne pas investir ailleurs), mais appréciée collectivement, et donc de manière non individualisée.

46. Nouveau regard sur les jurisprudences *Gaudriot* et *Marionnaud*. Cette nouvelle orientation jurisprudentielle amène sans doute à porter un regard quelque peu différent sur les jurisprudences *Gaudriot* et *Marionnaud* de la Cour de cassation. En effet, ces décisions ont généralement été analysées en leur temps, en particulier à la lumière de l'affaire *Sidel*, comme consacrant le principe de la perte de chance abstraite, et cela sans doute pour deux raisons principales⁴⁷⁴ : d'une part, d'un point de vue littéral, au regard de la formulation très générale de l'atteinte portée à la décision de l'investisseur ; d'autre part, d'un point de vue pratique, parce qu'on a considéré que dans des contentieux de masse, la perte de chance consacrée ne pouvait finalement qu'être abstraite. La jurisprudence récente a cependant montré qu'une perte de chance « concrète » (c'est-à-dire s'exerçant par rapport à une décision d'investissement définie) pouvait être utilisée dans un contentieux de masse, dès lors toutefois qu'elle n'était pas individualisée. Et à bien y regarder, les jurisprudences *Gaudriot* et *Marionnaud* peuvent aussi viser une perte de chance de ce type⁴⁷⁵, si bien qu'on peut désormais

⁴⁷² T. com. Paris, 7 juill. 2021, n^{os} 2011027112, 2012033467, 2012029636, 2012056220 et 2012028100 : DEXANT-DE-BAILLIENCOURT O., Dr. sociétés 2021, p. 21. Adde CONAC P.-H., Plaidoyer pour une évolution du régime de la réparation du préjudice boursier, Rev. sociétés 2022. 270.

⁴⁷³ L'affaire ne connaîtra pas de suite, car le 1^{er} juillet 2024, Vivendi a annoncé la conclusion d'un accord transactionnel avec l'ensemble des investisseurs institutionnels, par lequel cette société, « sans reconnaître de faute ou une quelconque responsabilité », « met un point final à un litige initié en 2011 qui portait sur des faits remontant à plus de 20 ans » (v. notamment, à ce propos, PROROK J., La transaction Vivendi, le besoin de jurisprudence et la place de l'analyse économique, BJB, nov.-déc. 2024, p. 48).

⁴⁷⁴ Cf. *supra*.

⁴⁷⁵ Il est d'ailleurs notable que dans l'affaire *Gaudriot* elle-même, la cour d'appel de renvoi ait opté pour l'application d'une perte de chance assortie d'une probabilité de 50 % des pertes pour l'ensemble des investisseurs victimes, « en raison du contexte », au titre de la perte de chance « d'investir ses capitaux

considérer que le principe posé par la Haute juridiction n'est finalement que celui de la perte de chance, qu'elle soit abstraite ou concrète, pourvu qu'en pratique elle puisse être appliquée à un grand nombre d'investisseurs victimes. Se pose alors la question de savoir comment faire le départ entre perte de chance abstraite et perte de chance concrète : dans la mesure où la formulation retenue par les juges est loin d'être toujours révélatrice et peut en tout état de cause ne pas correspondre à l'indemnisation réellement pratiquée, il faut sans doute s'attacher à la méthode d'indemnisation. Plus précisément, si la réparation est purement forfaitaire (qu'il s'agisse d'un forfait par titre ou global), on peut sans doute considérer que la perte de chance est réparée abstraitement. En revanche, lorsque les juges retiennent une décision d'investissement définie et l'assortissent d'une probabilité, on peut considérer que la perte de chance est concrète – et cela même si elle n'est pas, à l'instar de la perte de chance abstraite, individualisée, aux fins de répondre aux besoins d'un contentieux de masse.

47. Distinction. Dans la plupart des décisions, la perte de chance concrète non individualisée a été appréciée collectivement pour l'ensemble des investisseurs (1). Mais dans une décision, cette perte de chance a été, plus finement, appréciée par catégorie d'investisseurs (2).

1. Une appréciation collective pour tous les investisseurs

48. Une solution plus ou moins certaine. Trois affaires assez récentes illustrent cette méthode : d'abord, l'affaire *Gespac Systèmes*, dans laquelle le choix du préjudice n'est pas vraiment justifié (a), puis l'affaire *GECI Aviation*, même si l'indemnisation pratiquée ne semble pas relever en réalité de la perte de chance (b) ; et enfin, l'affaire *Natixis*, dans laquelle le choix du préjudice indemnisé est cette fois assumé (c).

a. L'affaire *Gespac Systèmes*

49. Faits. La société *Gespac Systèmes*, admise en novembre 2000 à la cote du second marché de la Bourse de Paris, s'était déclarée en cessation des paiements et avait vu ses actions radiées de la cote en 2004. La même année, sur la base d'une enquête de l'AMF (ayant donné lieu à un rapport communiqué au Parquet en 2006 et à sanction par la commission des sanctions en 2008), des poursuites étaient initiées par 8 actionnaires de la société par une plainte avec constitution de partie civile, pour diffusion de fausses informations et d'autres délits, contre les dirigeants. À la suite d'une instruction, le tribunal a déclaré en 2014 le PDG de *Gespac Systèmes* coupable du délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses (pour avoir fait intégrer dans les comptes publiés des factures non causées ou à établir non justifiées) et le directeur général délégué coupable de complicité de ce délit. Il les a également condamnés solidairement à indemniser les actionnaires : « *au titre de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses, la perte de chance directement liée aux infractions peut faire l'objet d'une indemnisation. En l'espèce, la diffusion d'informations fausses ou trompeuses a fait croire aux actionnaires qu'il y avait des perspectives prometteuses de gains et les analystes financiers vantaient le titre et le recommandaient à l'achat et non à la vente encore très peu de temps avant la liquidation judiciaire. La surprise liée à la suspension soudaine du cours de l'action a donc été brutale. Il est clair que les fausses informations diffusées sont à l'origine directe de la perte de chance qu'auraient pu avoir les actionnaires de vendre leur titre avant et d'investir ailleurs s'ils avaient pu se douter de l'imminence d'une telle déconfiture. L'évaluation de cette*

dans un autre placement ou de renoncer à celui déjà réalisé » (CA Poitiers, 9 avr. 2013, n° 10/03729). Il s'agissait donc d'une « *perte de chance concrète non individualisée* ».

*perte de chance à 90 % des gains manqués paraît adaptée à l'erreur commise par les actionnaires sur la base des fausses informations diffusées et au fait que le titre n'a soudainement plus été vendable, supprimant ainsi toute possibilité pour eux de vendre, même en faisant une moins value »*⁴⁷⁶.

50. Analyse. Ainsi, le tribunal retient un préjudice de perte de chance (de vendre et d'investir ailleurs) et l'assortit d'un pourcentage très élevé de 90 % des gains manqués au regard du caractère soudain de la radiation de cote et de l'impossibilité de vendre (même en réalisant une moins-value). La perte de chance ne semble plus être la perte de chance abstraite, dès lors qu'elle n'est pas envisagée de manière générale, mais plus précisément au regard de la décision de céder et de réaliser un autre investissement, et surtout se voit affecter une probabilité de 90 % à appliquer au préjudice, et non un montant forfaitaire.

Toutefois, si cette perte de chance peut être tenue pour « *concrète* », elle n'est pas « *individualisée* » dès lors qu'elle ne donne lieu à aucune analyse individuelle du préjudice de chaque actionnaire : le tribunal considère que toutes les parties civiles, pourtant au nombre de 31, ont subi la même influence intellectuelle (selon une probabilité égale à 90 %, chacune d'entre elles aurait vendu ses titres et investi ailleurs), ce qui est nécessairement irréaliste. Par ailleurs, le tribunal ne fournit aucune précision sur la nature des gains manqués : il fait droit en réalité aux demandes formulées par les actionnaires. Sans compter qu'il est douteux que, correctement informés de la déconfiture imminente, les actionnaires auraient pu vendre leurs titres pour investir ailleurs, dans la mesure où tout le marché l'aurait également été⁴⁷⁷.

b. L'affaire GECI Aviation

51. Première instance. Perte de chance abstraite. Filiale de la société GECI International, GECI Aviation était une société cotée sur le marché Alternext de New York et Euronext Paris et en charge de la mise en œuvre de programmes de construction d'aéronefs par le biais de ses deux filiales à 100 % (Reims Aviation chargée du programme relatif à l'avion F 406 et Sky Aircraft chargée du programme relatif à l'avion Skylander). A la suite de la suspension de cotation de GECI Aviation à la demande de la société mère en 2012 et à la liquidation judiciaire de ses filiales, GECI Aviation a été elle-même mise en liquidation judiciaire en 2014. Estimant que l'information diffusée par GECI Aviation sur sa situation financière était inexacte, imprécise et trompeuse et qu'elle leur avait causé un préjudice résultant de la perte de chance d'orienter leur investissement de manière plus efficace, certains actionnaires ont engagé à partir de 2016 la responsabilité civile de M. F., président-directeur général (PDG) de GECI Aviation. En date du 2 mars 2020⁴⁷⁸, le tribunal judiciaire de Paris condamne le PDG à indemniser 8 actionnaires au titre de la perte de chance résultant de la diffusion entre 2009 et 2012 d'informations inexactes, imprécises ou trompeuses, relativement au carnet de commandes et à la date de livraison des premiers avions – en substance, plusieurs commandes fermes d'avions avaient été annoncées à travers des communiqués, laissant supposer des perspectives de

⁴⁷⁶ TGI Paris, 11^e ch. corr., 16 sept. 2014, n° 04323096015, Gespac Systèmes, inédit.

⁴⁷⁷ On notera qu'en appel, les parties civiles ont également tenté d'obtenir une indemnisation du préjudice résultant du délit de banqueroute ou de complicité de ce délit, ce qui leur permettait de viser également le président d'Oddo et Cie ainsi que cette société elle-même en tant que civilement responsable (des conventions de portage avaient été conclues entre les deux sociétés). La cour d'appel a toutefois rejeté la demande au motif qu'un tel préjudice n'est qu'indirect pour les actionnaires (CA Paris, ch. 5-13, 11 mai 2016, n° 14/07648, Gespac Systèmes, inédit). La chambre criminelle a confirmé la solution (Cass. crim. 21 mars 2018, n° 16-83.705, Gespac Systèmes, inédit).

⁴⁷⁸ TJ Paris, 2 mars 2020, n° 16/15250.

développement intéressantes, alors même que le dirigeant savait que ces commandes ne correspondaient à aucune réalité. Sur le préjudice, le tribunal livre le raisonnement suivant : *« Les Demandeurs, consécutivement aux fautes retenues, peuvent prétendre, non pas à la différence entre le prix de vente et le prix qu'ils auraient obtenu en l'absence d'information erronée, mais à l'indemnisation du préjudice résultant de la perte d'une chance de prendre une décision sur la base d'informations exactes. Ainsi, le préjudice subi par les actionnaires consiste en la conservation de l'action aux perspectives prometteuses surévaluées. D'une règle de jurisprudence constante, il résulte que la réparation d'une perte de chance doit être mesurée à la chance perdue et ne peut être égale à l'avantage qu'aurait procuré cette chance si elle était réalisée (Cass. 2e civ., 9 avr. 2009). En matière de diffusion d'informations inexactes, imprécises ou trompeuses, l'indemnisation forfaitaire est de règle (CA Paris, 9e ch. sect. B, 31 octobre 2008). En l'espèce, il apparaît que, lors de l'acquisition par les Demandeurs de leurs actions, ces dernières avaient une valeur d'acquisition allant de 0,82 euros à 1,15 euros l'action. Les pièces contradictoirement débattues indiquent que lors de la reprise de la cotation le 11 mars 2016, l'action valait 0,42 euros, et qu'au début de l'année 2018, elle valait 0,25 euros. Ces éléments et la nature des manquements retenus conduiront à fixer une valeur de 0,25 euro l'action (...) »*.

Autrement dit, le tribunal rejette expressément le préjudice d'altération du cours et adopte la méthode de la perte de chance abstraite. En effet, il retient la perte de chance pour les actionnaires d'avoir pu prendre une décision sur la base d'informations exactes (au regard, d'ailleurs, de la seule l'hypothèse de conservation des actions⁴⁷⁹), et en rappelant que *« l'indemnisation forfaitaire est de règle »* (en rappelant la jurisprudence *Sidel*). S'agissant du *quantum*, le tribunal retient, sans donner vraiment donner d'explication (hormis la référence aux cours et à *« la nature des manquements retenus »*), le cours de l'action au début de l'année 2018, soit 0,25 euro par action.

52. Appel. Le PDG interjette appel, en faisant valoir que les intimés n'établissent pas de faute, ni de préjudice, ni de lien de causalité, et qu'ils n'établissent pas non plus qu'ils auraient acquis ou conservé leurs actions au vu des communications litigieuses, ni qu'ils ont été privés de l'opportunité de mieux investir leur argent. Il fait valoir à titre subsidiaire que les montants octroyés sont excessifs s'agissant de l'indemnisation d'une perte de chance et sollicite une diminution à de plus justes montants. Les actionnaires demandent au contraire l'indemnisation de la totalité de leurs pertes, en arguant qu'ils n'avaient pas pu revendre leurs actions faute de reprise de la cotation.

Après avoir constaté l'existence de la faute, la cour⁴⁸⁰ commence par préciser que le préjudice tient en une perte de chance : *« La diffusion de fausses informations sur le carnet de commandes du F-406 a directement influé sur le cours de l'action de la société en laissant croire au marché boursier que la société était en pleine croissance commerciale et développait son outil de production. Cette fausse information a faussé la perception par les intimés de la situation de la société GECI Aviation et les a amenés à conserver des titres dont ils se seraient défait s'ils avaient eu connaissance de la réelle situation de la société au titre des commandes effectuées. Le préjudice qui en est résulté est une perte de chance pour les actionnaires d'avoir pu céder leurs actions lorsque la société faisait encore l'objet d'une cotation. Contrairement à ce que soutiennent les intimés cette indemnisation ne peut égaler 100 % de leur perte dans la mesure où si une information sincère avait été diffusée le cours de l'action aurait baissé au regard du*

⁴⁷⁹ Apparemment, seuls des actionnaires ayant conservé leurs actions avaient demandé réparation (même si l'hypothèse de l'acquisition est également abstraitement évoquée parfois).

⁴⁸⁰ CA Paris, pôle 5, ch. 9, 20 janv. 2022, n° 20/04801 : BJS, mai 2022, p. 31, note GRANIER Th.

développement moins prometteur qu'aurait présenté la société GECI Aviation ». Elle corrige ensuite la méthode de calcul utilisée par le tribunal (lequel semble avoir confondu GECI Aviation et sa société mère) : « Le tribunal a retenu pour évaluer le préjudice des intimés le cours de l'action au début de l'année 2018, mais à ce titre a commis une erreur puisque la société GECI Aviation, contrairement à la société GECI International, n'a jamais fait l'objet d'une nouvelle cotation puisqu'elle a été placée en liquidation judiciaire ». La cour livre ensuite sa méthode d'évaluation, laquelle lui permet contre toute attente d'aboutir exactement au même résultat que le tribunal judiciaire : « Pour évaluer le préjudice des actionnaires il convient de retenir qu'aux termes du communiqué de presse en date du 27.09.2013 (...) les résultats étaient les suivants en 2011/2012 : « Le pôle aviation a réalisé un chiffre d'affaires de 6,2 millions d'euros contre 7,3 millions d'euros réalisé la même période de l'exercice précédent. Il a été entièrement réalisé par la filiale Reims Aviation Industries à hauteur de 57 % pour les activités de service et de 43 % par les ventes d'avions neufs ». Au regard du nombre extrêmement restreint d'avions vendus : 2 au lieu de 9 entre 2009 et 2011 le chiffre d'affaires de la société REIMS AVIATION INDUSTRIES était amené à se réduire ce qui était de nature à avoir une incidence sur le cours de l'action de GECI AVIATION. Il résulte du relevé de PEA de Monsieur D... au 31.12.2012 que la dernière cotation du titre de GECI AVIATION était de 0,61 euro. Au regard des éléments concernant l'activité de la société GECI AVIATION telle que décrite ci-dessous l'évaluation par le tribunal d'un préjudice à hauteur de 0,25 euro par action, soit 40 % de la dernière cotation apparaît proportionnée et sera retenue ».

La cour d'appel confirme ainsi le jugement en ce qu'il avait évalué la perte de chance des actionnaires à 0,25 euro par action, mais en retenant pour sa part 40 % environ du dernier cours de bourse de la société CECI Aviation.

53. Analyse. Perte de chance concrète, mais indemnisation d'une altération concrète déterminante. Le raisonnement mené en appel surprend à plusieurs titres et s'avère assez complexe. A première vue, se démarquant de la solution de première instance, la cour d'appel retient une perte de chance « concrète », s'exerçant par rapport à une décision d'investissement définie, plutôt qu'une perte de chance abstraite – elle ne prend toutefois en compte que l'hypothèse de la conservation alors que les actionnaires faisaient valoir qu'ils avaient « acquis ou conservé leurs actions » au vu des fausses informations. En outre, dès lors qu'elle retient un préjudice par action, il semble que la cour ait retenu une perte de chance concrète non individualisée, comme dans l'affaire *Gespac Systèmes*⁴⁸¹.

Mais à bien y regarder, la cour d'appel indemnise en réalité un préjudice d'altération concrète déterminante de la décision. Elle le reconnaît d'ailleurs elle-même puisque, tout en retenant une perte de chance, elle affirme de manière contradictoire que la fausse information a amené les actionnaires « à conserver des titres dont ils se seraient défaits s'ils avaient eu connaissance de la réelle situation de la société au titre des commandes effectuées ». Pourquoi recourir à la perte de chance s'il est certain que, dûment informés, les actionnaires se seraient défaits de leurs titres ? De même, l'affirmation de la cour, en vertu de laquelle l'« indemnisation ne peut égaler 100 % de leur perte dans la mesure où si une information sincère avait été diffusée le cours de l'action aurait baissé au regard du développement moins prometteur qu'aurait présenté la société GECI Aviation », semble superfétatoire dès lors que le recours à la perte de chance empêche *de facto* une indemnisation intégrale des pertes. Ce que veut dire ici la Cour concerne en fait plus précisément l'hypothèse de la conservation : lorsque les actionnaires ont été amenés

⁴⁸¹ C'est pour ce motif et pour des raisons chronologiques que nous faisons figurer ici l'affaire *GECI Aviation*, bien que l'indemnisation finalement pratiquée ne corresponde pas à celle d'une perte de chance.

par la fausse information à conserver leurs titres, le préjudice d'altération concrète déterminante de la décision consiste nécessairement dans la différence entre la valeur réelle des actions lors de la décision de conservation et la valeur réelle des actions au jour de la décision de justice ; or, l'information étant publique, pour le calcul de la première valeur, il importe de tenir compte de la baisse de cours qu'aurait subie l'action si l'information avait été révélée – ce qui précisément avait été omis dans l'affaire *Gespac Systèmes*⁴⁸².

En l'espèce, il importe ainsi de déterminer l'impact qu'aurait eu l'information sincère sur le cours pour déterminer cette valeur réelle, étant précisé que la valeur actuelle est de 0, la société ayant été liquidée. En réalité, le calcul effectué révèle que la cour d'appel ne recourt pas à la méthode de la perte de chance (ni concrète, ni même abstraite), mais un préjudice d'altération concrète déterminante de la décision de conservation (en presumant d'ailleurs la causalité au regard des indices de fait). Estimant que le cours aurait baissé de 40 % si la vérité avait été divulguée, elle considère que le préjudice des actionnaires est de : 40 % x le dernier de cours de bourse (0,61 euro) – 0 (valeur actuelle des actions), soit environ 0,25 euro par action. Le pourcentage de 40 % ne correspond ainsi pas à un pourcentage de perte de chance, mais à un pourcentage de baisse du cours en cas de révélation de la vérité : les actionnaires auraient cédé à 0,25 euro s'ils avaient connu l'état des commandes du fait de la baisse du cours résultant de l'information du marché. Si c'est une altération concrète non déterminante (perte de chance) de la décision de conservation qui avait été retenue, il aurait encore fallu multiplier 0,25 par le pourcentage relatif à la perte de chance. On observera que la cour d'appel retient opportunément un pourcentage de baisse de 40 % pour « *sauver* » l'indemnisation de 0,25 euro par action retenue en première instance (par un tout autre moyen), ce qui laisse l'impression d'un « *bricolage judiciaire* ». Finalement, dans l'affaire *GECI Aviation*, la cour d'appel de Paris, pour s'en tenir à la jurisprudence de la Cour de cassation, retient formellement une perte de chance, mais répare en réalité un préjudice d'altération concrète déterminante de la décision de conservation⁴⁸³, au moyen d'une présomption implicite de causalité.

c. L'affaire *Natixis*

54. Faits et procédure. Le 24 juin 2021⁴⁸⁴, le tribunal correctionnel de Paris, dans sa 32^e chambre, a condamné la société Natixis à une amende de 7,5 millions d'euros au titre du délit de diffusion d'information fausse ou trompeuse en vue d'agir sur le cours des titres négociés sur un marché réglementé⁴⁸⁵, pour avoir délibérément trompé le marché sur son exposition aux *subprimes* lors de l'année 2007, et a indemnisé un très grand nombre d'investisseurs s'étant constitués parties civiles. Le jugement est fort intéressant sur l'action civile, en ce que, de manière inédite, il pose assez clairement le cadre d'analyse et motive son choix de politique juridique. Soucieux de respecter le choix retenu par la Haute juridiction, le tribunal commence par énoncer qu'« *en matière de diffusions d'informations trompeuses, le préjudice indemnisable consiste, tout d'abord, en une perte de chance d'effectuer un autre investissement, c'est-à-dire, par définition, un préjudice inférieur tant à la baisse du cours qu'au montant de l'investissement* ». Il en déduit que « *l'analyse du préjudice sous l'angle de la perte de chance exclut, par nature, tout examen individuel de la décision d'investissement, par nature extrêmement hasardeux : (...) les déterminants d'investissement sont multiples. C'est également la raison pour laquelle le tribunal ne suivra pas l'invitation de la société NATIXIS à abandonner cette jurisprudence ou à en faire une interprétation tellement stricte, en exigeant*

⁴⁸² Comme dans l'affaire *Natixis* (cf. *infra*).

⁴⁸³ Comp. GRANIER Th., note préc., y voyant plutôt une application de la jurisprudence *Gaudriot*.

⁴⁸⁴ TJ Paris, 32^e ch. corr., 24 juin 2021, *Natixis*.

⁴⁸⁵ Soit l'amende maximale applicable à l'époque.

la preuve du caractère déterminant de l'information pour chacun des investisseurs qu'elle se verrait vider de sa substance ». « En effet », explique le tribunal, « les deux seules options, en la matière, sont soit : - d'indemniser pleinement le préjudice, en se livrant à des calculs particulièrement sophistiqués et sujets à caution, ce qui est le mode de raisonnement suivi par les juridictions fédérales américaines. Cette option s'accompagne de batailles d'experts privés entre demandeurs et défendeurs, batailles qui ne peuvent avoir de vainqueur clair puisque ces analyses, pour sophistiquées qu'elles soient, reposent toujours sur des hypothèses par nature contestables (...)»⁴⁸⁶ ; - de n'indemniser qu'une perte de chance, méthode certes imparfaite, mais qui, au vu de ce qui précède, n'est pas réellement moins fiable. Retenue par la Cour de cassation, elle est conforme tant à l'impératif constitutionnel de réparation intégrale du préjudice, qu'à celui, tout aussi important, de bonne administration de la justice, qui impose de ne pas gaspiller les ressources de parties et des juridictions pour parvenir à un résultat guère plus fiable que celui auquel le tribunal pourrait aboutir par une méthode moins complexe ». Le tribunal ajoute à propos de l'exigence de caractère déterminant de l'information : « L'exigence du caractère « déterminant » de l'information pour l'investisseur est en outre inappropriée pour une infraction de tromperie (et non d'escroquerie) réalisée sur un marché sur lequel les cours reflètent des fluctuations d'information, à la seconde près ». Le tribunal en conclut que : « La seule question pertinente pour évaluer cette perte de chance est donc celle de la détention, ou non, de titres NATIXIS pendant la période durant laquelle le cours a été faussé par des informations inexacts. (...). Le tribunal calculera donc une perte de chance fixée, pour chacune des parties civiles, par action détenue pendant la période durant laquelle le cours a été faussé. **Mais le préjudice consiste également en un préjudice moral, celui de la confiance trahie dans l'émetteur.** Ce préjudice n'est exclu par aucun texte, et le tribunal, tenu par le principe de la réparation intégrale, se doit de l'évaluer, en prenant en compte le cas échéant les spécificités des situations individuelles ».

Le tribunal livre alors sa méthode d'évaluation du préjudice et d'indemnisation : « Le nombre important de parties civiles contraint le tribunal à fixer les principes d'indemnisation, la situation de chacune des parties civiles faisant l'objet d'un traitement simplifié, dans le cadre du tableau joint⁴⁸⁷, dans lequel sera notamment indiqué si les éléments produits à l'appui de la demande sont suffisants. Pour avoir subi un préjudice, il est nécessaire, mais suffisant, d'avoir détenu des actions entre le 26 novembre 2007 et le 6 mars 2008, date à laquelle la publication des résultats de l'année 2007 a achevé de corriger la distorsion causée par la diffusion, le 25 novembre 2007, d'informations trompeuses. S'agissant de l'évaluation du préjudice, le tribunal considère que l'assiette de la perte de chance est la différence entre le cours à l'issue de la journée du 26 novembre 2007, soit 12,97 euros (annexes AMF p. 548), et le cours à l'issue de la journée du 6 mars 2008, soit 9,37 euros (annexes AMF p. 549). Le montant de la perte subie par le titre est donc de 3,6 euros. Pour fixer l'indemnisation au titre de la perte de chance, qui ne peut être égale au montant de la perte subie, il y a lieu de prendre en compte, tout d'abord, la gravité de la distorsion induite par les fausses informations diffusées. Ici, le montant de l'exposition a été sous-estimé d'au moins 850 M d'euros, et la réalité du risque grandement

⁴⁸⁶ Et, de manière assez inhabituelle, le tribunal cite la doctrine américaine : CHENG, Christine & CRUMBLEY, D. Larry, *Measuring Damages in Federal Securities Fraud Class Actions – A Herculean Task*, Journal of Forensic & Investigative Accounting, Vol. 8; Issue 1, Jan. 2016, ayant qualifié la tâche d'« herculéenne ». Le tribunal ajoute que « les auteurs mettent en lumière les irréductibles différences d'opinion entre experts, notamment parce que les calculs de dommages-intérêts nécessitent d'utiliser des données autres qu'historiques, et de tenter d'évaluer ce qu'aurait été la situation en l'absence de la diffusion d'informations trompeuses ».

⁴⁸⁷ Un tableau est joint à la décision, récapitulant les éléments d'indemnisation pour chacune des parties civiles.

*minimisé, notamment par rapport aux autres établissements bancaires français, ce qui ressort non seulement du communiqué lui-même mais aussi de la communication de NATIXIS Securities (annexes AMF pp. 1123s). En outre, le tribunal prend en compte le profil moyen des investisseurs, qui, comme le relève NATIXIS (p. 9 de ses conclusions) étaient pour nombre d'entre eux des petits porteurs, auprès desquels les actions NATIXIS ont été, ce qui ressort des lettres des parties civiles, présentées comme un placement particulièrement sûr. **Dans ces conditions, le tribunal retient qu'il existait une forte probabilité que les actionnaires revendent leurs titres rapidement s'ils avaient eu connaissance de la réalité de l'exposition, et fixe donc le montant de l'indemnisation au titre de la perte de chance à 3 euros par action. NATIXIS sera donc condamnée à verser à chacune des parties civiles les sommes figurant dans les tableaux qui suivent au titre de la perte de chance. Il a également été indiqué dans les tableaux les parties civiles se voyant déboutées, en tout ou partie, en raison de l'insuffisance des justificatifs produits. S'agissant du préjudice moral, lié au fait d'avoir été trompé, le tribunal prend en compte, là encore, le fait que le titre a été commercialisé auprès de petits porteurs et présenté comme « sûr ». (...) **Là encore, NATIXIS sera condamnée à verser à chacune des parties civiles les sommes figurant dans les tableaux qui suivent au titre du préjudice moral** ».***

En appel, la cour confirme la culpabilité de la banque mais réduit le montant de l'amende à 2 millions d'euros, pour tenir compte des difficultés à communiquer pendant la crise des *subprimes*. En revanche, sur l'action civile, elle maintient les principes d'indemnisation fixés en première instance, bien qu'elle ne motive plus le choix de politique juridique⁴⁸⁸.

55. Cadre d'analyse. Si elle n'est pas entièrement convaincante, la motivation développée par le tribunal de Paris mérite d'être saluée. Selon le tribunal, trois principaux choix s'offrent en droit français. Premièrement, une conception restrictive consistant à n'indemniser que les investisseurs ayant démontré le caractère déterminant de l'information⁴⁸⁹ : à vrai dire, le tribunal écarte d'emblée cette position, défendue ici par la société Natixis, en ce qu'elle mettrait à mal le choix de la perte de chance effectué par la Cour de cassation, et serait en outre « *inappropriée pour une infraction de tromperie (et non d'escroquerie) réalisée sur un marché sur lequel les cours reflètent des fluctuations d'information, à la seconde près* » - le tribunal ne s'explique pas plus sur cette affirmation, qui conduirait plutôt à indemniser une altération du cours, ce que pourtant le tribunal précisément rejette. Deuxièmement, un choix inspiré de la méthode américaine privilégiant l'analyse économique (études d'événement permettant de reconstituer *a posteriori* le cours qui aurait prévalu sans la fausse information) et permettant d'« *indemniser pleinement le préjudice* » (en fait, une altération du cours) : le tribunal s'y refuse car la méthode, pour sophistiquée qu'elle soit, conduit *de facto* à des batailles d'experts irréconciliables, et donc à un gaspillage des moyens de la justice sans pour autant assurer un résultat plus fiable que la perte de chance⁴⁹⁰. Troisièmement, l'indemnisation d'une seule perte

⁴⁸⁸ CA Paris, pôle 2 ch. 14, 7 mai 2024, n° 23/01536, Natixis : PROROK J., Rev. sociétés 2025. 503, pour un commentaire combiné des deux décisions.

⁴⁸⁹ Pour une défense de cette position en droit français, en particulier sur le fondement d'une analyse économique, v. PROROK J., La responsabilité civile sur les marchés financiers, préf. SYNDET H., LGDJ-Lextenso, Bibl. dr. priv., t. 581, 2019.

⁴⁹⁰ La méthode américaine a cependant convaincu une partie non négligeable des auteurs en France. V., *inter alia*, SPITZ N., La réparation des préjudices boursiers, préf. PIETRANCOSTA A., RB éd., coll. Droit fiscalité, 2010 ; CAN KORAY Z., Le préjudice de l'actionnaire, préf. COHEN D., Larcier, 2022 ; MARTIN D., La réparation du préjudice des investisseurs en cas de fausse information, JCP E, 9 sept. 2010, n° 36, 1777 ; Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard, in Mélanges AEDBF-France VI, dir. GOURIO A. et DAIGRE J.-J., RB éd., 2013, p. 399. Adde CONAC P.-H., Plaidoyer pour une évolution du régime de la réparation du préjudice boursier, Rev. sociétés 2022. 270.

de chance : tout en reconnaissant l'imperfection de cette méthode, le tribunal la privilégie, car elle permet un résultat tout aussi fiable que l'analyse économique en étant bien moins onéreuse. Pour le tribunal, cette méthode, retenue par la Cour de cassation, est conforme aux impératifs de réparation intégrale et de bonne administration de la justice.

Aussi développée soit-elle, la motivation ne dit pourtant pas tout. Premièrement, d'autres choix s'offrent au droit français et notamment au juge français, et notamment celui d'instaurer une présomption de droit de causalité au profit de certains investisseurs (pour lesquels l'information serait tenue pour déterminante)⁴⁹¹, mais il est vrai qu'en pratique, cette présomption n'est généralement retenue que sur le marché primaire. Deuxièmement, le tribunal s'abstient de rentrer dans les détails à propos de la perte de chance, alors que la perte de chance abstraite, adoubée par la Cour de cassation, ou la perte de chance concrète non individualisée, qu'il s'apprête à retenir, se distinguent très nettement de la théorie classique de la perte de chance. Troisièmement, le tribunal ne dit rien des fonctions qu'il entend conférer à la responsabilité, alors que l'indemnisation, plutôt généreuse, semble compenser la faiblesse de l'amende maximale alors applicable.

56. Évaluation. Le tribunal commence par rappeler qu'« *en matière de diffusions d'informations trompeuses, le préjudice indemnisable consiste, tout d'abord, en une perte de chance d'effectuer un autre investissement, c'est-à-dire, par définition, un préjudice inférieur tant à la baisse du cours qu'au montant de l'investissement* », tout en précisant que « *l'analyse du préjudice sous l'angle de la perte de chance exclut, par nature, tout examen individuel de la décision d'investissement, par nature extrêmement hasardeux* » - le tribunal prend acte de ce que le présent litige constitue un contentieux de masse, ce qui l'oblige à « *fixer les principes d'indemnisation* » pour faire face au nombre important de parties civiles. Il commence ainsi par préciser la période de fausse information : du lendemain du communiqué trompeur à la rectification informationnelle, soit du 26 novembre 2007 au 6 mars 2008. S'agissant du *quantum*, le tribunal précise que l'« *assiette* » de la perte de chance, soit le montant de la perte subie par titre, tient à la différence entre le cours du 26 novembre 2007 et celui du 6 mars 2008, soit environ 3,6 euros. A partir de là, tenant compte des éléments de fait (Natixis avait grandement et gravement minimisé son exposition aux *subprimes*, notamment par rapport aux autres établissements bancaires français, et les investisseurs étaient majoritairement des petits porteurs auxquels le placement avait été présenté comme sûr), « *le tribunal retient qu'il existait une forte probabilité que les actionnaires revendent leurs titres rapidement s'ils avaient eu connaissance de la réalité de l'exposition, et fixe donc le montant de l'indemnisation au titre de la perte de chance à 3 euros par action* ». Autrement dit, le tribunal retient un préjudice final de 3,6 euros par action (perte par titre), auquel il applique une forte probabilité (de revente par les actionnaires, s'ils avaient été dûment informés), soit $3/3,6 = 83,33 \%$ environ.

57. Analyse. Dans l'affaire *Natixis*, le tribunal applique encore une perte de chance « *concrète* » (elle s'exerce par rapport à une décision d'investissement précisément définie : celle de ne pas conserver les titres Natixis), mais « *collective* » ou encore « *non individualisée* » (tous les investisseurs ont avec la même probabilité de 83 % environ perdu une chance de vendre). Le tribunal fait un effort pour dégager une évaluation plus précise : la perte de chance s'exerce par rapport à une décision définie, et ainsi sur un préjudice final de 3,6 euros, correspondant à la perte subie du fait de la conservation. Cette perte de chance concrète non

⁴⁹¹ Comme l'évoque le tribunal, une telle présomption a été adoptée aux Etats-Unis dans la décision de *Basic v. Levinson* de 1988 de la Cour suprême. Toutefois, cette présomption de *reliance* (au cœur de la théorie dite de la fraude au marché) ne sert qu'à satisfaire formellement la preuve de l'élément de *reliance* exigé au titre du tort de *fraud* : *de facto*, le droit américain répare essentiellement une altération du cours.

individualisée se distingue de la perte de chance abstraite, comme le montre d'ailleurs l'octroi d'un préjudice moral pour trahison de la confiance⁴⁹². Toutefois, cette perte de chance « *concrète* » est appréciée collectivement (tout investisseur a perdu un peu plus de 8 chances sur 10 de se défaire des titres Natixis), ce qui contrairement aux dires du tribunal ne peut toujours pas satisfaire au principe de la réparation intégrale.

Le tribunal fait un effort d'individualisation, mais ne répare certainement pas les préjudices réellement subis – il le reconnaît d'ailleurs lui-même lorsqu'il affirme que la nature massive du contentieux empêche un examen individuel de la perte de chance. Au-delà, même en admettant le caractère collectif de la perte de chance, le calcul du tribunal apparaît frustré. D'abord, le tribunal ne s'en tient, comme il le dit lui-même, qu'à la détention des actions Natixis pendant la période de fausse information : pourtant, est-il conforme à la réalité de traiter de la même façon les actionnaires ayant acquis et conservé ou les actionnaires ayant seulement conservé (c'est-à-dire ayant acheté avant) pendant la période de fausse information ? Il y a là deux décisions d'investissement distinctes (décision d'acheter et de conserver, ou décision de conserver), dont la différence devrait être prise en compte si l'on veut que la perte de chance soit véritablement concrète – et cela d'autant que la probabilité de conserver est plus forte que celle d'acheter.

Ensuite, plus grave encore, le tribunal réfléchit de manière contrefactuelle comme si seuls les actionnaires Natixis auraient été informés de la vérité ; or, l'information étant publique, tout le marché l'aurait été, ce qui aurait entraîné une baisse du cours. Il est donc improbable que, dûment informés, les actionnaires aient pu vendre au cours de 12,97 euros du début de la période d'information défectueuse. Le préjudice final, sur lequel appliquer la probabilité, est donc sans doute bien moindre, et aurait en tout état de cause requis une analyse économique *a posteriori* pour être précisément calculé, ce que le tribunal veut justement éviter. Enfin, alors que le tribunal prend en compte « *la perte de chance d'effectuer un autre investissement* », il ne calcule le préjudice final que sur le montant de la perte par titre, sans référence à un quelconque gain manqué, ce qui paraît illogique. *In fine*, on se demande si l'évaluation est beaucoup plus précise que celle, purement forfaitaire, retenue dans le cadre de la perte de chance abstraite⁴⁹³.

2. Une appréciation collective par catégorie d'investisseurs

58. Affaire Montaigne Fashion Group. Faits. La société Montaigne Fashion Group (MFG) connaissait des difficultés depuis un certain nombre d'années, puisque c'est à la suite d'un plan de redressement par continuation adopté en 2010 que la SARL Jekiti Mar Capital, gérée par M. Hubsch et ayant pour associée unique la holding de la famille Hubsch (la société civile Jekiti Mar ou SCI JM), était devenue le principal actionnaire de MFG. M. Hubsch avait alors été désigné PDG, et son épouse et la holding familiale SCI JM administrateurs. Du fait de la persistance des difficultés, MFG n'avait pu honorer la 4^e annuité du plan de redressement, ce qui avait entraîné la suspension de la cotation le 26 février 2015 et sa liquidation judiciaire le 1^{er} juillet 2015. Plusieurs actionnaires ont alors engagé la responsabilité du PDG et des deux administrateurs. En substance, le tribunal de commerce de Paris retient à l'encontre du PDG et

⁴⁹² Dans la décision *Vivendi* au pénal, ce préjudice moral avait été considéré comme se confondant avec le préjudice financier (cf. *supra*).

⁴⁹³ Pour une défense récente de la perte de chance « *abstraite* », v. BERG O., Le préjudice résultant d'une fausse information boursière : une perte de chance subie par la masse des actionnaires, in *Mélanges Fabrice Leduc*, LexisNexis 2025, p. 33.

de son épouse administratrice une faute consistant dans la nomination du PDG alors qu'il était alors interdit de gérer et la communication mensongère à cet égard, et à l'encontre du seul PDG une communication trompeuse concernant un soutien promis par la SCI JM ainsi que la dissimulation du défaut de paiement⁴⁹⁴.

Par un second jugement du 21 mai 2021, le tribunal se prononce sur l'indemnisation. S'il refuse de réparer la totalité des pertes (égales au coût d'acquisition des titres), il admet cependant que les fautes des dirigeants ont empêché les actionnaires d'apprécier la situation financière de la société en toute connaissance de cause et étaient donc à l'origine de leur préjudice de perte de chance de ne pas avoir acheté les titres ou d'avoir pu les vendre. Il retient alors trois dates pour le calcul de l'indemnisation, en distinguant différentes situations et en leur affectant une probabilité distincte de perte de chance⁴⁹⁵.

59. Appel. Les anciens dirigeants interjettent appel des deux jugements. Faisant valoir l'importance du risque d'un investissement dans la société MFG du fait de ses difficultés financières au-delà du risque inhérent aux titres cotés, ils contestent l'existence de tout préjudice des actionnaires, dont certains étaient en outre des actionnaires historiques ou d'anciens dirigeants, et donc parfaitement informés de la situation. Ils soutiennent à titre subsidiaire le caractère excessif des préjudices alloués. Les actionnaires forment, quant à eux, des appels incidents aux fins d'obtenir notamment la condamnation des deux administrateurs au titre de la communication financière ainsi que l'indemnisation de la totalité de leurs pertes, certains mettant au surplus en avant leur qualité d'investisseurs profanes.

Dans son arrêt du 14 septembre 2023, la cour d'appel, se fondant notamment sur les sanctions administratives prononcées par l'AMF⁴⁹⁶, confirme pour l'essentiel le premier jugement consulaire sur la faute, sauf en ce que ledit jugement avait écarté la responsabilité de la SCI JM, dans la nomination du PDG, alors interdit de gérer. Elle se démarque toutefois bien plus largement du second jugement, à propos du préjudice. S'agissant de la nature du préjudice, la cour d'appel de Paris⁴⁹⁷ commence par énoncer que « *le fait d'avoir diffusé des informations trompeuses a interdit aux actionnaires de prendre des décisions d'acheter ou de ne pas acheter, ou de conserver ou de vendre leurs actions en pleine connaissance de la situation de la société. Le fait que l'investissement ait été risqué au regard de l'aléa de la bourse et des difficultés passées de la société importe peu et ne peut rentrer en ligne de compte dans l'évaluation du préjudice des actionnaires dans la mesure où ledit préjudice est constitué par la perte de chance de ne pas avoir pu prendre la bonne décision compte tenu des informations trompeuses diffusées* ».

S'agissant de l'indemnisation, la cour d'appel adopte en revanche la même méthode que la juridiction consulaire consistant à retenir certaines dates pour distinguer le préjudice subi par différentes catégories d'investisseurs au sein de la période de fausse information. Elle ne retient cependant pour sa part que deux dates : la date de nomination du PDG le 21 octobre 2010 en violation de l'interdiction de gérer ; et la date de défaut d'exécution du plan de continuation le

⁴⁹⁴ T. com. Paris, 2 oct. 2020, n° J2019000061.

⁴⁹⁵ T. com. Paris, 21 mai 2021, n° J2019000061. Cf. *infra*.

⁴⁹⁶ AMF, CDS, 17 avr. 2019, SAN 2019-4, confirmé par CA Paris, pôle 5, ch. 7, 17 sept. 2020 et Cass. com., 21 avr. 2022, n° 20-21.753.

⁴⁹⁷ CA Paris, 14 sept. 2023, n° 21/11057 : Dr. sociétés, déc. 2023, n° 12, 141, note GRANOTIER J. ; BJB, janv.-févr. 2026, p. 20, note BOMPOINT D. et RAMONÉDA V.

14 octobre 2014⁴⁹⁸. La cour d'appel décide ainsi d'indemniser trois catégories d'investisseurs. D'abord, les actionnaires ayant conservé les titres après la nomination litigieuse (détenant les titres au 21 octobre 2010), au titre d'une perte de chance de ne pas avoir pu vendre leurs titres, assortie d'une probabilité de 75 %⁴⁹⁹ et calculée sur la valeur des titres à la date de nomination (estimée à 0,27 euro⁵⁰⁰, à partir de l'évaluation d'un expert indépendant rendue quelques semaines avant la nomination). Ensuite, les investisseurs ayant acquis des titres après la nomination (entre le 21 octobre 2010 et le 14 octobre 2014), au titre d'une perte de chance de ne pas avoir acquis les titres, assortie aussi d'une probabilité de 75 %⁵⁰¹ et calculée sur le montant des acquisitions. Enfin, les investisseurs ayant acquis des titres après le défaut de paiement (à compter du 15 octobre 2014), au titre d'une perte de chance de ne pas avoir acquis, assortie d'une probabilité de 100 % calculée sur le montant des acquisitions⁵⁰², en considérant qu'il était certain que les investisseurs, au fait de la situation véritable, n'auraient pas acquis les titres⁵⁰³. L'indemnisation totale est d'environ un million d'euros.

60. Analyse. S'agissant de la nature du préjudice, si la cour d'appel comme le tribunal appliquent bien le principe de la perte de chance, ils n'en font pas exactement la même analyse : alors que la juridiction consulaire semble plutôt retenir une perte de chance concrète (au regard des seules décisions de vendre ou de ne pas acheter, compte tenu du caractère exagérément optimiste de l'information), la cour d'appel s'en tient, quant à elle, plutôt à la perte de chance abstraite, en visant toutes les décisions d'investissement peu important la nature de l'information (« *décisions d'acheter ou de ne pas acheter, ou de conserver ou de vendre leurs actions en pleine connaissance de la situation de la société* »).

Par ailleurs, la cour analyse avec justesse que l'aléa est sans rapport l'évaluation du préjudice, dès lors qu'il s'agit d'une « *perte de chance de ne pas avoir pu prendre la bonne décision compte tenu des informations trompeuses diffusées* ». Pourtant, s'agissant de l'indemnisation proprement dite, la cour d'appel adopte la même méthode que le tribunal, en distinguant par catégorie d'investisseurs et en retenant une probabilité de perte de chance par catégorie d'investisseurs selon qu'ils ont conservé ou acquis et selon la période en cause (75 ou 100 %). Par conséquent, même si elle retient une altération abstraite de la décision, la cour d'appel, comme le tribunal, répare plutôt une perte de chance concrète. En comparaison des espèces précédentes, les juges font certes un effort d'individualisation, puisque sont distinguées des catégories d'investisseurs – notamment, les investisseurs ayant conservé et les investisseurs ayant acquis. Cependant, malgré cet effort, l'appréciation reste bien collective et « *non individualisée* ». Déjà, la même probabilité de 75 % est affectée à l'acquisition et à la conservation : outre que le choix de cette probabilité n'est aucunement motivé, il apparaît peu réaliste dès lors les investisseurs, bien informés, auraient eu davantage tendance à conserver

⁴⁹⁸ Le tribunal avait également retenu la date du 14 juin 2014, qui était la date de diffusion d'un communiqué de MFG faisant état du soutien de Jekiti Mar Capital. La cour écarte cette date, faute de preuve du caractère mensonger du communiqué.

⁴⁹⁹ Le tribunal avait, quant à lui, retenu une perte de chance de 50 %.

⁵⁰⁰ Soit 0,2025 euro par action. Le choix de cette valeur de 0,27 euro est critiquable, dès lors que c'est la valeur boursière qui aurait dû être retenue, laquelle aurait par ailleurs baissé si l'information dissimulée avait été publique.

⁵⁰¹ Le tribunal avait aussi retenu une perte de chance de 50 %.

⁵⁰² Plus prudent, le tribunal de commerce avait tenu cette perte de chance pour « *très voisine de 100 %* ».

⁵⁰³ Comme le tribunal, la cour n'indemnise pas en revanche les actionnaires ayant conservé leurs titres à la date du défaut de paiement, dès lors que « *si les actionnaires avaient eu connaissance du défaut de paiement de la 4^e annuité, ils auraient massivement décidé de vendre* », mais « *la société étant sur le point d'être liquidée l'action aurait perdu toute valeur* ».

qu'à acquérir⁵⁰⁴. Sans compter qu'une perte de chance de 100 % (pour les investisseurs ayant acquis après le défaut de paiement) n'a pas de sens : s'il est certain que les investisseurs n'auraient pas acquis, il n'y a pas de raison de recourir à la théorie de la perte de chance, faute d'incertitude causale.

Les juges du fond maintiennent la terminologie de « *perte de chance* » pour se conformer en apparence au principe de la perte de chance imposé par la jurisprudence *Gaudriot*, mais ce faisant violent un autre principe posé par la Cour de cassation, en vertu duquel la perte de chance ne peut égaler le préjudice final⁵⁰⁵. Plus encore, même appréciée au niveau d'un groupe d'investisseurs, la perte de chance reste évidemment « *non individualisée* », dès lors qu'il est parfaitement improbable qu'au sein du même groupe, tous les investisseurs (peu important leur compétence, leurs habitudes d'investissement, leur portefeuille, et plus largement leur situation financière et personnelle, etc.) aient subi une perte de chance affectée de la même probabilité⁵⁰⁶. Notamment, les juges n'ont pas tenu compte de la qualité d'actionnaires historiques ou d'anciens dirigeants qu'auraient eue certains investisseurs et dont se prévalaient les responsables, alors que cet élément de fait pouvait évidemment influencer sur la décision et donc le pourcentage de perte de chance. Finalement, l'appréciation reste collective mais se voit simplement affinée, en distinguant des catégories d'investisseurs en fonction de la décision d'investissement prise et de la période considérée.

61. Conclusion finale. Finalement, le contentieux de la responsabilité civile pour fausse information financière en France, sans être particulièrement développé, fait l'objet d'un flux de décisions assez constant depuis une trentaine d'années. Faute de dispositif légal spécial, la responsabilité y a été construite par le juge sur le fondement du principe général de responsabilité pour faute, dont la plasticité lui a permis de faire face aux principales difficultés relatives à ce contentieux : le caractère souvent massif du contentieux, qui rend ardue toute appréciation individuelle ; et la difficulté pour l'investisseur de démontrer la causalité et le préjudice.

Si diverses voies ont pu être explorées par les juges du fond pour ce faire, la Cour de cassation a imposé depuis une quinzaine d'années la solution tenant à la perte de chance, coupant court à toute velléité d'introduire des méthodes d'évaluation fondées comme aux États-Unis sur l'analyse économique, ce qui a été fortement débattu. En tout état de cause, pour la rendre viable dans un contentieux de masse, les juges ont décliné cette solution de deux manières : d'abord, sous la forme d'une « *perte de chance abstraite* », une sorte d'altération abstraite de la décision indemnisée de manière forfaitaire ; plus récemment, sous la forme d'une perte de chance « *concrète* », en ce qu'elle est appréciée par rapport à une décision d'investissement définie, mais « *non individualisée* », en ce qu'elle est évaluée de manière identique pour tous les investisseurs ou par catégorie d'investisseurs. La preuve de la causalité et du préjudice en sort, dans les deux cas, grandement facilitée pour les investisseurs.

Au-delà, l'examen des décisions des juges du fond montre un certain pragmatisme : tout en visant généralement le principe de la perte de chance, ils adoptent en fait des solutions variées au gré des espèces. L'intervention de la Haute juridiction n'a donc qu'imparfaitement unifié la jurisprudence. Quel pourrait être l'avenir ? Si la Cour de cassation devait maintenir le principe

⁵⁰⁴ V., en ce sens, BOMPOINT D. et RAMONÉDA V., note préc.

⁵⁰⁵ Lequel principe avait d'ailleurs entraîné la censure de la cour d'appel ayant retenu un préjudice d'au minimum l'investissement réalisé, dans la même jurisprudence *Gaudriot*. Cf. *supra*.

⁵⁰⁶ V., en ce sens, BOMPOINT D. et RAMONÉDA V., note préc.

de la perte de chance, on pourrait voir les tribunaux poursuivre leur œuvre d'affinement de la solution. Mais pour que la jurisprudence gagne vraiment en cohérence, la question de confier l'ensemble de ce contentieux à une juridiction spécialisée ne pourrait sans doute plus être éludée.

Annexe 2 : éléments de droit des assurances

(assurance de responsabilité des émetteurs et dirigeants sociaux)⁵⁰⁷

D'origine anglo-saxonne, l'assurance de responsabilité des dirigeants sociaux est désormais couramment pratiquée en France. En règle générale, c'est la société elle-même qui souscrit le contrat de police d'assurance et paie les primes, le contrat couvrant les risques relatifs à la fois à la personne physique, dirigeant de droit ou de fait, et à l'émetteur⁵⁰⁸. Avec l'accroissement des obligations de transparence pesant sur les sociétés et devant être mises en œuvre par les dirigeants, on constate par ailleurs une multiplication des cas de mise en cause des sociétés et de leurs dirigeants (qu'il s'agisse de litiges portant sur les rapports trimestriels, le document universel ou encore une introduction en bourse ou une offre secondaire).

En pratique, l'assurance porte à la fois sur les frais de défense, qui constituent souvent le cœur de la garantie, ainsi que sur les condamnations éventuelles à des dommages-intérêts. Les frais de défense couvrent également toutes les enquêtes administratives diligentées par l'AMF à l'encontre des émetteurs ainsi que les auditions des dirigeants et des personnes clés (par exemple, le directeur juridique) lors de cette enquête⁵⁰⁹. Les frais de défense sont également pris en charge en cas de poursuite pénale. En cas de condamnation définitive, certains assureurs prévoient un remboursement (il s'agit alors d'une simple avance sur frais de défense), mais en pratique les assureurs ne demandent pas le remboursement.

En principe, l'assureur laisse le libre choix de l'avocat. Les dirigeants peuvent avoir le même avocat ou des avocats différents. De même, la société et le dirigeant peuvent avoir le même avocat (sauf lorsqu'il s'agit d'un ancien dirigeant) ou des avocats différents. Un plafond de garantie de 25 millions euros s'applique généralement en la matière.

S'agissant de l'assurance des dirigeants⁵¹⁰, les contrats visent seulement la « *qualité* » de dirigeant, tandis que d'autres portent sur la « *fonction* » de dirigeant, ce qui permet une couverture plus large (au profit par exemple du dirigeant de fait ou du directeur juridique)⁵¹¹. Par ailleurs, la pratique du « *plein de garantie* », qui vaut pour tous les dirigeants, consiste à donner la priorité dans la prise en charge aux dirigeants venant en premier dans l'ordre des réclamations effectuées. La couverture s'opère ainsi au fur et à mesure des réclamations, et celui qui arrive en dernier ne bénéficiera ainsi plus de garantie en pratique.

Des débats existent ou ont pu exister.

La question de savoir si le paiement de la prime d'assurance par l'émetteur constitue un abus de biens sociaux ne soulève plus de débat tant en doctrine que dans le monde de l'assurance.

En revanche, l'assurabilité des sanctions civiles et administratives reste débattue. Certains assureurs considèrent que si la sanction ne concerne pas un manquement qui remplit les deux

⁵⁰⁷ Les éléments factuels ont été indiqués par Mme Françoise Mari, directrice risques financiers, Liberty Specialty Markets France, lors de son audition par le groupe de travail.

⁵⁰⁸ Le mécanisme utilisé est celui de l'assurance pour compte, expressément prévu par le Code des assurances (C. assur., art. L. 112-1).

⁵⁰⁹ Les contrats prévoient alors une allocation des frais de défense, par exemple 50 % pour la personne physique et 50 % pour la personne morale.

⁵¹⁰ Au sens du droit des assurances, qui est différent de celui du droit des sociétés.

⁵¹¹ En cas de révocation du dirigeant par la nouvelle équipe dirigeante, l'ancien dirigeant reste couvert.

conditions de la faute intentionnelle au sens du droit des assurances⁵¹² (laquelle suppose, selon la jurisprudence, l'intention de commettre à la fois la faute et le dommage), elle peut alors être couverte dans des polices qui conditionnent la couverture au caractère « légalement assurable » de la sanction. D'autres assureurs militent au contraire pour l'« *inassurabilité* » pure et simple de ces sanctions, au regard notamment de leur caractère répressif⁵¹³. En pratique, certains assureurs ont pris en charge des sanctions administratives lorsqu'elles sont prononcées à l'encontre de la personne physique, mais une telle pratique n'a pas été observée s'agissant des sanctions prononcées à l'encontre des personnes morales.

Enfin, le jeu de l'assurance de responsabilité des dirigeants sociaux doit être précisé au regard des fonctions de la responsabilité civile. Du point de vue de la réparation, l'effet est double : l'assurance à la fois renforce l'indemnisation mais aussi son caractère circulaire (l'émetteur - c'est-à-dire économiquement ses actionnaires - paye les primes, lesquelles permettront *in fine* d'indemniser les actionnaires). Du point de vue de la dissuasion, l'assurance de responsabilité des dirigeants sociaux est susceptible d'amoindrir la fonction dissuasive de la responsabilité.

⁵¹² C. assur., art. L. 113-1, al. 2 : « (...), l'assureur ne répond pas des pertes et dommages provenant d'une faute intentionnelle ou dolosive de l'assuré ».

⁵¹³ Dans un récent communiqué du 18 mars 2025, l'ACPR a rappelé que les sanctions prononcées par une autorité administrative ne sont pas assurables : « Comme tout contrat, un contrat d'assurance ne peut être contraire à l'ordre public. À ce titre, il ne peut porter atteinte à l'efficacité des peines qui doivent être personnellement exécutées par l'auteur d'un manquement ayant justifié une sanction. Le Conseil d'État a rappelé dans un avis de 2007 que ce principe constitutionnel de personnalité des peines en matière pénale est applicable aux sanctions administratives.

L'ACPR rappelle en conséquence que la prise en charge par un assureur d'une sanction pécuniaire prononcée par une autorité administrative, au même titre que les amendes fiscales, pénales et douanières, serait contraire à l'ordre public et que toute clause contractuelle le prévoyant serait nulle et de nul effet, sous réserve de l'appréciation des tribunaux ». V. sur ce communiqué, TOUZAIN A., L'ACPR affirme l'inassurabilité des sanctions pécuniaires administratives, *bjda.fr* 2025, n° 98.