

**COMPAGNIE NATIONALE
DES EXPERTS-COMPTABLES DE JUSTICE**
(Cour de cassation, cours d'appel, Conseil d'Etat, cours administratives d'appel)

Section autonome Paris Versailles



COLLOQUE 2015

L'évaluation du préjudice de l'investisseur
dans les sociétés cotées ou non cotées



Tribunal de commerce de Paris

30 mars 2015

Sous la présidence de Monsieur Frank GENTIN

Président du Tribunal de commerce de Paris

Le colloque de la Section Paris-Versailles de la CNECJ :

L'évaluation du préjudice de l'investisseur dans les sociétés cotées ou non cotées

a été organisé par la Chambre régionale de la Section Paris-Versailles ainsi composée :

Président	Patrick LE TEUFF
Vice-président Paris	Dominique MAHIAS
Vice-président Versailles	Jean-Charles LEGRIS
Secrétaire	Jean-Pierre VERGNE
Secrétaire adjoint	Rémi SAVOURNIN
Trésorier	Emmanuelle DUPARC
Trésorier adjoint	Emmanuel CHARRIER
Membre de la Chambre	Jérôme DUMONT
Membre de la Chambre	Pierre FALHUN
Membre de la Chambre	Sylvie PERRIN
Membre de la Chambre	Gérard POMMIER
Membre de la Chambre	Marc WEBER

La Compagnie des experts-comptables de justice, dénommée à son origine « *Compagnie des experts-comptables près du Tribunal de Première Instance de la Seine* » a été créée par Gustave Doyen en 1913.

Rebaptisée successivement « *Compagnie des experts-comptables près la cour d'appel de Paris et le tribunal de première instance de la Seine* » en 1933 puis « *Compagnie des experts-comptables près la cour d'appel de Paris, le tribunal de première instance et le parquet de la Seine* » en 1948, elle devient la « *Compagnie nationale des Experts-comptables judiciaires* » en 1961, subdivisée alors en dix sections autonomes, dont la Compagnie de Paris dont elle est issue. Un ultime changement de dénomination aura encore lieu en 2007 : « *Compagnie nationale des experts-comptables de justice* », la compagnie intégrant désormais les experts-comptables près les cours d'appel, les cours administratives d'appel, près le Conseil d'Etat et les experts-comptables agréés par la Cour de cassation.

La Section Paris-Versailles compte aujourd'hui 130 membres environ, dont une vingtaine de membres honoraires et 31 experts agréés par la cour de cassation. Adhérente de l'Union des Compagnies d'experts près la cour d'appel de Paris et du Conseil National des Compagnies d'experts de Justice, organisations auxquelles elle participe activement, la Section Paris-Versailles veille à transmettre à ses membres le sens de la rigueur et de l'intégrité, le souci d'excellence et une haute idée de la fonction d'expert de justice.

Elle prête en particulier une grande attention, par ses actions à caractère pédagogique (journées de formation technique, colloques, conférences, etc.) à la formation permanente de ses adhérents.

A l'écoute des magistrats et des justiciables, elle s'attache également à entretenir des relations suivies et des échanges constructifs avec les juridictions et l'Ordre des avocats, soucieuse de maintenir au plus haut niveau la qualité de la contribution des experts à l'administration de la justice.

L'évaluation du préjudice de l'investisseur dans les sociétés cotées ou non cotées

SOMMAIRE

Propos introductifs	3
Monsieur Frank GENTIN , Président du Tribunal de Commerce de Paris Monsieur Patrick LE TEUFF , Expert près la Cour d'appel de Paris, agréé par la Cour de cassation	
La protection de l'actionnaire minoritaire	6
Madame Dominique MAHIAS , Expert près la cour d'appel de Paris	
La réparation du préjudice de l'investisseur dans la jurisprudence	13
Madame Julie KLEIN , Professeur de droit privé à l'université de Rouen	
La pratique de l'indemnisation dans la jurisprudence américaine	20
Maître Christophe PERCHET , Avocat au Barreau de Paris	
Les principes directeurs de l'évaluation du préjudice de l'investisseur dans les sociétés cotées	28
Monsieur Olivier PERONNET , Expert près la cour d'appel de Paris, agréé par la Cour de cassation	
La position de l'AMF sur les comportements fautifs	36
Madame Sophie BARANGER , Secrétaire générale adjointe à la Direction des enquêtes et des contrôles de l'AMF	
La position du magistrat et les difficultés inhérentes à la problématique de l'indemnisation de l'investisseur	42
Monsieur Daniel TRICOT , Président honoraire de la chambre commerciale financière et économique de la Cour de cassation	

Introduction

Monsieur Frank GENTIN

Président du Tribunal de Commerce de Paris

Monsieur Patrick LE TEUFF

Président de la Section Paris-Versailles

M. LE TEUFF.- Monsieur le Président, je me fais le porte-parole de mes consœurs et confrères ici présents pour vous témoigner notre gratitude, d'une part, d'avoir bien voulu nous faire l'honneur d'introduire ce colloque malgré un emploi du temps chargé et, d'autre part, d'avoir mis une nouvelle fois à notre disposition cette belle chambre du Tribunal de commerce de Paris, désormais familière à nos confrères et consœurs, qui permet d'accueillir cette noble assemblée.

Sans plus tarder, je vous donne la parole et vous dis merci encore.

M. GENTIN.- Monsieur le Président, cher Patrick Le Teuff, c'est moi qui vous remercie de tenir cette conférence ici. Vous savez que c'est toujours un plaisir pour nous, juges du Tribunal de commerce, d'accueillir des conférences d'un haut niveau intellectuel, en particulier sur des sujets qui nous intéressent directement, comme c'est le cas à chaque fois que l'on parle de la quantification des préjudices, et en particulier du préjudice financier, sur lequel nous allons nous arrêter aujourd'hui.

C'est un plaisir également car le rapport dont vous allez entendre parler a été élaboré dans le cadre du Club des juristes, qui regroupe de très nombreuses personnalités, et produit tous les ans un certain nombre de rapports auxquels je vous invite à vous intéresser de près car il y a toujours une approche originale et inventive, quelquefois iconoclaste, la lecture des rapports des juristes étant vraiment toujours un grand plaisir.

Je vois que certains d'entre vous suivent mes conseils et sont déjà en train de se plonger dans ce rapport. Pour ceux qui ne l'ont pas lu -et manifestement c'est le cas d'un certain nombre d'entre vous-, sachez que si vous aviez du mal à suivre nos orateurs de qualité, une séance de rattrapage se tiendra dans cette même salle jeudi sur le même sujet.

Je salue en particulier parmi nos nombreux orateurs de qualité la présence de Julie Klein, professeur que vous devez tous connaître, qui est membre du Club des

juristes, ainsi que de notre ami Daniel Tricot, qui a participé plus que de près au rapport qui va vous être présenté.

Avant de laisser la parole aux orateurs, je remercie les deux associations qui ont décidé de mettre à notre disposition un nouveau système audio qui sera installé en avril. Je dis cela pour vous encourager. Nous espérons l'installer dans le courant du mois d'avril.

Monsieur le Président, c'est un honneur de vous accueillir. Je vous souhaite un très bon colloque.

M. LE TEUFF.- Mon rôle, bien modeste aujourd'hui, est de vous présenter rapidement le déroulement de ce colloque et les brillants intervenants qui nous font l'honneur et l'amitié de partager leur science sur le sujet qui vous est proposé. Il est particulièrement novateur en l'occurrence puisque la jurisprudence, comme vous le verrez, est encore embryonnaire en la matière, du moins dans notre hexagone.

En introduction, notre consœur, Mme Dominique Mahias, expert près la Cour d'appel de Paris, traitera de la partie de ce sujet que vous connaissez sans doute le mieux, à savoir la protection de l'actionnaire minoritaire.

Nous passerons ensuite la parole à l'université en la personne de Mme Julie Klein, professeur de droit privé à l'Université de Rouen, qui fera précisément le point sur la jurisprudence, la question du préjudice spécifique de l'investisseur et les difficultés posées par cette problématique.

Je vous disais à l'instant que cette problématique est relativement nouvelle dans notre hexagone. Elle ne l'est pas chez nos voisins d'Outre-Atlantique, comme va nous l'exposer Me Christophe Perchet, avocat au Barreau de Paris et membre associé du Cabinet Davis Polk & Wardwell, qui nous fera part de la pratique de l'indemnisation dans la jurisprudence américaine.

Nous enchaînerons avec Mme Sophie Baranger, Secrétaire adjointe à la Direction des enquêtes et des contrôles de l'AMF, que je remercie d'avoir bien voulu participer à ce colloque malgré une sollicitation tardive de notre part. Elle nous fera part de la position de l'AMF sur les comportements fautifs et de sa contribution au traitement des contentieux judiciaires.

J'allais oublier notre valeureux expert, Olivier Perronet, qui sera chargé, après l'exposé de Me Perchet, d'exposer la méthodologie d'évaluation élaborée par le Club

des juristes -un fascicule vient de vous être distribué- qui, vous le constaterez, demande des instruments de mesure assez pointus.

Enfin, M. Tricot, Président honoraire de la Chambre commerciale, financière et économique de la Cour de cassation, conclura ce colloque. Il nous fait une nouvelle fois l'amitié de nous accompagner dans nos actions de formation -je l'en remercie chaleureusement-, et il nous fera part de la position du magistrat confronté aux difficultés inhérentes à la problématique considérée.

Nous donnerons ensuite la parole à la salle avant de nous réunir autour du verre de l'amitié.

La protection de l'actionnaire minoritaire

Madame Dominique MAHIAS

Expert près la cour d'appel de Paris

Mesdames et Messieurs, chers consœurs, chers confrères, en ouverture de notre colloque, j'évoquerai devant vous deux situations qui sont susceptibles d'entraîner un préjudice pour l'actionnaire minoritaire. Je veux parler d'une part de la rupture de l'égalité entre les associés et les actionnaires et, d'autre part, de l'abus de majorité.

Avant cela, de manière très rapide, car ce n'est pas le cœur de notre thème d'aujourd'hui, je vais dire quelques mots sur la possibilité pour un actionnaire, même minoritaire, d'engager une action et de demander une expertise de gestion. Cette action vise à faire valoir, non pas le préjudice personnel de l'actionnaire, mais le préjudice de la société, pour que celle-ci obtienne réparation.

Le droit des sociétés prévoit une arme de défense utilisable par les actionnaires minoritaires : c'est l'expertise dite de gestion. Comme je le disais, il s'agit d'une action initiée par l'actionnaire minoritaire pour protéger l'intérêt social. L'expertise de gestion est sans doute familière à beaucoup d'entre vous. Je me limiterai donc à rappeler en quelques mots les principes.

Je ne vais pas détailler les conditions requises pour demander une expertise de gestion car elles vous sont connues. Je rappellerai simplement que dans les sociétés anonymes cette demande d'expertise doit être précédée d'une question écrite aux dirigeants. Ce n'est qu'en l'absence de réponse dans un délai d'un mois ou en cas de réponse insatisfaisante que peut être demandée l'expertise de gestion.

Quels sont les principaux critères dégagés par la jurisprudence pour qu'une expertise de gestion puisse être obtenue par demande ? Le premier est que la demande d'expertise doit impérativement viser une ou plusieurs opérations de gestion. Les magistrats ont une vision organique de cette décision de gestion. Autrement dit, seule une décision prise par les organes de direction constitue une opération de gestion.

En d'autres termes, une décision prise par une Assemblée générale, comme le vote d'une augmentation de capital par exemple, ne pourra pas faire l'objet d'une expertise de gestion.

Le deuxième critère est que la demande ne doit pas être trop générale. Elle doit porter sur une ou plusieurs opérations de gestion déterminées. C'est ainsi que la cour d'appel de Paris, dans un arrêt du 10 novembre 2011, a rappelé que la demande d'une expertise de gestion ne pouvait viser la révélation d'une éventuelle irrégularité comptable.

Le troisième critère est que la demande doit être sérieuse. L'opération de gestion doit apparaître douteuse et susceptible de porter atteinte à l'intérêt social. Cette notion d'intérêt social doit d'ailleurs s'apprécier au niveau du Groupe, comme l'a confirmé récemment la cour d'appel de Versailles.

Enfin, quatrième et dernier critère : la société visée par la demande ne peut être que celle dans laquelle le demandeur est l'actionnaire.

J'en viens maintenant à deux situations susceptibles d'entraîner un préjudice cette fois personnel pour l'actionnaire minoritaire, qui est donc susceptible de demander réparation. Je veux parler de la rupture de l'égalité entre les associés ou actionnaires et de l'abus de majorité.

Je ne vais pas vous faire un exposé théorique sur ces deux thèmes. Je vais rappeler quelques principes généraux et vous présenter trois décisions de jurisprudence qui permettent d'appréhender ces situations de manière plus complète.

Parlons tout d'abord de la rupture de l'égalité entre les actionnaires. Ce sujet est familier à tous les commissaires aux comptes ici présents puisque l'article L.823-11 du Code de commerce fait en effet obligation aux commissaires aux comptes de s'assurer que l'égalité a été respectée entre les actionnaires. Ce principe est au demeurant mentionné dans plusieurs textes légaux, qu'il s'agisse du Code civil, du Code de commerce ou encore du Code monétaire et financier.

Le principe de l'égalité entre les associés ou actionnaires se définit au regard des droits de toute nature que différents textes leur accordent. Son champ d'application est donc très large et vise les sociétés cotées et non cotées.

Mme Colette Neuville, Présidente de l'Association de Défense des Actionnaires Minoritaires (ADAM) a défini ce principe à sa manière. Selon elle, aucun droit supplémentaire ne peut être accordé à une action particulière sous prétexte qu'elle appartiendrait à un actionnaire détenant une forte participation dans le capital. Les situations dans lesquelles les droits des actionnaires minoritaires peuvent être mis à mal sont nombreuses.

Parmi les cas les plus fréquemment rencontrés en pratique, on peut citer l'appréhension par l'actionnaire majoritaire d'une quote-part importante du bénéfice de la société à travers une rémunération manifestement excessive, la majoration frauduleuse des apports entraînant une dilution de la participation des actionnaires minoritaires, le caractère inéquitable pour les actionnaires minoritaires de flux d'achats ou d'échanges, ou encore la violation des dispositions statutaires relatives au droit d'agrément portant sur les cessions d'actions.

Avant d'évoquer quelques décisions jurisprudentielles, je rappellerai que le principe de l'égalité entre les actionnaires peut dans certains cas et sous certaines conditions ne pas être respecté, et ce en toute légalité. C'est ainsi que, si l'article 1844-1 du Code civil pose un principe d'égalité de traitement entre les associés s'agissant de leurs droits dans le résultat de la société, il permet aussi aux statuts de déroger à la règle générale de répartition des résultats.

On soulignera également que la Cour de cassation, dans un arrêt déjà ancien, avait déclaré valable la renonciation d'un associé à percevoir tout ou partie des bénéfices d'un exercice clos, sous réserve que cette renonciation soit *ex-post*.

Pour en revenir à la rupture de l'égalité entre associés ou actionnaires, celle-ci peut se définir a contrario, comme le fait de retirer l'un de ses droits à un associé ou actionnaire ou de conférer des droits spécifiques à l'un ou l'autre des associés, contrairement au principe d'égalité.

J'ai retenu trois décisions relatives à ce thème.

La première concerne la question du respect par une société de l'article L.225.204 alinéa 1 du Code de commerce. Les faits étaient les suivants : un actionnaire majoritaire d'une société avait cédé à une autre société les 2/3 de ses actions et apporté le 1/3 restant par apport en nature à cette même société. Celle-ci s'était engagée à racheter les actions reçues par le cédant en rémunération de son apport (donc ses propres actions) si elle ne réalisait pas son introduction en bourse dans les 36 mois suivants. Or, cette introduction en bourse ne s'est pas faite. Le cédant a donc demandé le rachat des titres qu'il avait reçus en rémunération de son apport, et la société cessionnaire s'y est opposée en invoquant la nullité de l'opération. La cour d'appel lui a donné raison. En effet, elle a annulé la promesse de rachat pour violation de l'article L.225.204 du Code de commerce, faisant simplement une stricte application des textes. Si l'Assemblée pouvait autoriser le Conseil d'administration à opérer une réduction de capital non motivée par des pertes à la

suite d'un rachat d'actions propres, il fallait que l'offre d'achat soit faite à tous les actionnaires.

La seconde décision que j'ai retenue concerne le cas d'une société dont les actionnaires majoritaires avaient décidé en Assemblée générale une augmentation de capital. Les faits étaient les suivants : une société A était détenue à hauteur de 78 % par les actionnaires majoritaires et de 22 % par les minoritaires. Ses capitaux propres étaient devenus inférieurs à la moitié de son capital social et le 7 août 2003 -la date a aussi son importance- l'Assemblée générale extraordinaire a décidé d'une augmentation de capital, avec maintien du droit préférentiel de souscription. La période de souscription avait été initialement fixée du 14 au 19 août 2003 puis prolongée du 5 au 19 septembre suivants.

Les actionnaires minoritaires ont soutenu que cette augmentation de capital était intervenue en fraude de leurs droits et demandé l'annulation de cette opération ainsi que le paiement de dommages et intérêts. La cour d'appel de Paris a fait droit à cette demande.

Elle a tout d'abord relevé que l'obligation de reconstitution des fonds propres ne pouvait justifier le caractère précipité de la décision d'augmentation de capital et la fixation des opérations de souscription en pleine période estivale, étant précisé que cette augmentation de capital s'était effectuée par incorporation de créances et donc sans apport de trésorerie.

Elle a relevé ensuite que la convocation de l'Assemblée au mois d'août avait rendu nécessairement compliquée, sinon impossible, la souscription de capital pour les actionnaires minoritaires alors que ceux-ci ne disposaient pas, contrairement au majoritaires, d'une créance leur permettant de procéder par voie de compensation.

Enfin, elle a relevé que les stipulations du pacte d'actionnaires obligeaient les majoritaires à notifier dans un délai de deux jours tout projet de transfert du droit de souscription et ne les mettaient pas en mesure de céder ledit droit.

La troisième décision dont je souhaite vous parler concerne le recours exercé à l'encontre du Club Méditerranée à l'occasion de l'OPA qui a tenu en haleine la place de Paris pendant deux longs mois.

De manière très simplifiée et en me limitant à la stricte question relative au respect de l'égalité des actionnaires, cette affaire se résume ainsi : le 29 mai 2013, les dirigeants de la Société Club Méditerranée ont conclu un accord d'investissement. Il

prévoyait entre autres clauses que 400 cadres du Groupe Club Méditerranée auraient la possibilité d'acquérir des actions de la Société holding Gaillon, celle-ci étant l'initiatrice de l'offre publique qui allait être proposée sur les titres du Club Méditerranée.

L'OPA a reçu le visa de l'AMF et l'ADAM (l'Association pour la Défense des Actionnaires Minoritaires) a alors déposé un recours à l'encontre de cette décision, invoquant le non-respect de l'égalité de traitement des actionnaires. L'ADAM a estimé en effet que la possibilité pour certains actionnaires d'entrer au capital de la holding Gaillon, qui n'était pas ouverte à tous les actionnaires, constituait une inégalité de traitement.

La cour d'appel a débouté l'ADAM. Elle a au préalable rappelé une règle fondamentale : en matière d'offre publique, le principe de l'égalité de traitement des actionnaires prévu à l'article 433-1 du Code monétaire et financier suppose que les personnes auxquelles elle s'applique soient dans une situation identique. Or, en l'occurrence, la cour a estimé que la proposition d'investissement dans la Holding Gaillon constituait un management package s'adressant aux dirigeants et cadres de la Société Club Méditerranée uniquement en raison de leur fonction de Direction. La cour a donc affirmé que la faculté d'investissement associant les managers à la performance à venir, avec de ce fait un risque opérationnel, ne leur était pas attribuée en qualité d'actionnaires.

Ces trois exemples permettent de mettre en lumière la diversité des situations relatives à la question de l'égalité des associés ou actionnaires qui sont soumises aux tribunaux et, si le principe est posé par la loi, comme le démontrent les décisions évoquées, son appréciation par les magistrats est souvent délicate et passe nécessairement par une analyse fine et parfois complexe des faits et des situations.

Venons-en à l'abus de majorité. Montesquieu écrivait dans « De l'esprit des lois » : « *C'est une expérience éternelle que tout homme qui a du pouvoir est porté à en abuser* ». Cette affirmation conserve toute sa modernité, notamment dans le domaine du droit des sociétés.

La jurisprudence a, au fil des années, à travers de nombreuses décisions, caractérisé l'abus de majorité par deux éléments cumulatifs. Tout d'abord, le vote émis doit être contraire à l'intérêt social. Il doit être également émis dans l'unique dessein de favoriser les membres de la majorité au détriment des autres actionnaires. La jurisprudence qui concerne l'abus de majorité est fournie et j'ai sectionné quelques

décisions récentes qui permettent, je l'espère, d'appréhender la manière dont les magistrats apprécient, là encore au cas par cas, l'abus de majorité.

La première décision a été rendue par la cour d'appel de Bordeaux. Elle avait été saisie par un associé minoritaire qui demandait l'annulation des décisions prises par les Assemblées générales de mise en réserve de la totalité des bénéfices pour les exercices 2000 à 2008.

La Cour de Bordeaux a donné raison à l'actionnaire minoritaire. Elle a considéré tout d'abord que les mises en réserve systématiques depuis l'année 2000 n'étaient justifiées par aucun intérêt social et qu'elles avaient eu pour effet en supprimant les dividendes de priver l'actionnaire minoritaire des revenus de l'activité de la société. Elle a donc estimé que l'abus de majorité était caractérisé et fait droit à la demande d'annulation des décisions de mise en réserve.

Je soulignerai que, dans ses attendus, la cour d'appel avait pris soin de caractériser l'absence d'intérêt social pour ce qui concerne l'affectation des bénéfices en réserve, observant que ces mises en réserve n'étaient justifiées par aucun investissement réalisé par la société.

Je vais m'attarder sur une seconde décision qui concerne la fixation de la rémunération du gérant majoritaire dans une SARL. Les faits étaient de manière résumée les suivants : M. X et M. Y avaient constitué la Société A. M. X détenait 49 % du capital et M. Y le reste de ce dernier, soit 51 %. Ils étaient tous deux cogérants de la société constituée.

Suite à des problèmes de santé de M. X, une Assemblée générale a mis fin à ses fonctions de cogérant puis, quelques mois plus tard, M. Y a adopté lors d'une Assemblée générale une décision portant sur la rémunération du gérant. Au terme de celle-ci, la rémunération du gérant a été fixée à 50 % de l'EBE de la société. M. X a alors considéré qu'il y avait abus de majorité et a saisi les tribunaux, demandant l'annulation de la délibération ainsi que des dommages et intérêts.

La cour d'appel de Lyon a fait droit à la demande de l'associé minoritaire mais la Cour de cassation a ensuite été saisie par l'associé majoritaire et a cassé cet arrêt, considérant que la cour d'appel de Lyon n'avait pas donné de base légale à cette décision et ce pour les motifs suivants : elle a d'abord relevé que la détermination de la rémunération d'un gérant ne constitue pas une convention. Le gérant, même

majoritaire, peut prendre part au vote. La délibération ne présentait donc un caractère abusif.

Ensuite, elle a estimé que la Cour d'appel s'était contentée de constater que la décision votée permettait au majoritaire de prélever la moitié de l'EBE, mais sans expliquer en quoi cette décision était contraire à l'intérêt social et prise dans l'unique dessein de favoriser l'associé majoritaire au détriment de la minorité.

Pour terminer mon intervention, j'évoquerai une décision de la cour d'appel de Lyon, qui a été saisie d'un litige sur le même thème, la fixation de la rémunération d'un gérant majoritaire, rendue le 31 janvier 2013 et qui dans ce cas d'espèce a cette fois reconnu l'existence d'un abus de majorité.

Les faits étaient les suivants : l'associé minoritaire contestait entre autres une décision fixant la rémunération versée à la gérante de la société, se plaçant là encore sur le terrain de l'abus de majorité. La cour d'appel a constaté que la décision fixant la rémunération de la gérante aboutissait à un doublement de celle-ci d'un exercice sur l'autre sans que ce doublement puisse être expliqué par une augmentation de la charge de travail de la gérante ni par une forme de rattrapage.

Sur cette constatation, la cour d'appel a estimé la rémunération injustifiée et l'a qualifiée dès lors de contraire à l'intérêt social. Elle a également constaté que cette rémunération avait été fixée dans le seul intérêt de l'associé majoritaire. Les deux composantes de l'abus de majorité étant caractérisées, la cour d'appel a fait droit à la demande de l'associé minoritaire et annulé la délibération qui avait fixé la rémunération de la gérante associée majoritaire.

Les trois décisions dont je viens de vous parler illustrent la notion d'abus de majorité, dont on comprend bien la logique, qui est de protéger l'intérêt personnel des associés minoritaires, mais il ne vous aura pas échappé que cette notion conserve un caractère quelque peu subjectif. Le juge dispose ainsi d'un large pouvoir d'appréciation pour reconnaître ou non la réalité d'un abus de majorité.

La réparation du préjudice de l'investisseur dans la jurisprudence

Madame Julie KLEIN

Professeur de droit privé à l'université de Rouen

Je vais aborder une question plus ciblée que celle qui a été traitée jusqu'à maintenant, celle qui nous a intéressés dans le cadre de la Commission du Club des juristes : le préjudice financier subi par un investisseur à la suite de la diffusion d'une information fausse ou trompeuse par un émetteur ou ses dirigeants.

Pourquoi avons-nous mené une réflexion sur ce thème ? Parce que nous nous sommes aperçu assez vite que l'état actuel de la jurisprudence n'était pas satisfaisant, notamment au regard des principes généraux du droit positif de la responsabilité civile.

Je voudrais très rapidement revenir sur ces principes quelques instants pour que nous puissions ensuite regarder l'état de la jurisprudence et les critiques qui doivent ou peuvent lui être adressées.

Je dirai quelques mots rapides sur les principes directeurs de l'indemnisation du préjudice. Je pense que ce sont des éléments que tout le monde connaît ici mais je voudrais que l'on comprenne pourquoi la jurisprudence nous pose aujourd'hui problème.

Le droit de la responsabilité civile est guidé par au moins deux principes qui pour les juristes sont essentiels. Le premier est le principe de réparation intégrale du préjudice. Nous avons tous entendu ce terme. Que recouvre-t-il et quelle idée y a-t-il derrière cela ? C'est l'idée selon laquelle la responsabilité est là pour rétablir un équilibre qui a été détruit par le dommage. La responsabilité est là pour replacer la victime dans la situation où elle se serait logiquement trouvée si le fait dommageable n'avait pas été commis. On dit souvent que la réparation doit couvrir tout le dommage mais rien que le dommage.

Il résulte deux règles essentielles de ce principe. La première est que toute réparation doit avoir un caractère compensatoire et non punitif. A travers les dommages et intérêts, on doit chercher uniquement à compenser le préjudice ; il n'y a pas de dommages et intérêts punitifs en droit français. La seconde est que la

réparation ne peut pas avoir un caractère forfaitaire. Le juge doit nécessairement rechercher le préjudice réel qui a été subi et la mesure de la réparation doit être celle du préjudice effectivement subi.

A côté de ce premier principe de réparation intégrale, il en existe un deuxième qui est aussi important : l'exigence d'un lien de causalité entre la faute et le préjudice. Pour être réparable, le préjudice doit être certain ; il ne peut pas être éventuel. Evidemment, il est possible de réparer une perte de chance quand elle est elle-même certaine, c'est-à-dire lorsque l'on est en présence de la probabilité raisonnable d'une perte de chance réelle et sérieuse dont a à se plaindre la victime.

Quoi qu'il en soit, qu'il s'agisse de la demande de réparation d'une perte subie, d'un gain manqué ou simplement d'une perte de chance, l'exigence est toujours la même : c'est l'exigence probatoire d'un lien de causalité entre la faute dont on se plaint et le préjudice que l'on subit.

Ces deux principes, réparation intégrale et lien de causalité, guident tout le droit de la responsabilité civile et sont ensuite soumis à l'appréciation des juges. La question du préjudice financier aurait dû se construire autour de ces deux principes mais nous allons voir que l'état du droit positif ne les reflète pas vraiment.

Si l'on veut systématiser l'état du droit positif aujourd'hui, on peut en effet remarquer trois tendances importantes. La première est l'indifférence de la situation dans laquelle se trouve le demandeur. Evidemment, tous les investisseurs ne se trouvent pas du tout placés dans la même situation en termes d'information. Face à une communication financière, des investisseurs vont prendre la décision d'acquérir ou de céder des titres et d'autres vont tout simplement se contenter de conserver ceux qu'ils avaient déjà en portefeuille.

Logiquement, on devrait essayer d'apprécier ces situations de manière différente, mais ce n'est pas ce que fait actuellement la Cour de cassation et les juges du fond, qui font fi de ces différences et proposent un traitement uniforme des différents demandeurs.

Les juges réparent par exemple de la même manière le préjudice qui résulte d'une acquisition de titres -c'est ce que l'on retrouve dans les affaires Sidel, Regina Rubens, Gaudriot, Vivendi ou plus récemment Marionnaud- et celui qui résulte d'une cession de titres. C'est ce qu'a affirmé la Cour d'appel de Paris dans l'affaire Flammarion, en 2003. En l'espèce, les dirigeants avaient communiqué des

informations assez décevantes sur la situation de cette société et quelques jours plus tard une procédure de garantie de cours avait été mise en œuvre sur laquelle les dirigeants n'avaient pas estimé utile ou pertinent de communiquer à l'époque : un certain nombre d'actionnaires se sont plaints de la perte d'une chance d'avoir attendu la garantie de cours pour céder leurs titres, et donc d'avoir bénéficié d'un prix plus favorable.

La cour d'appel de Paris, dans un arrêt de 2003, a reconnu qu'il pouvait y avoir un préjudice, qui résultait ici d'une cession de titres.

Plus encore, on s'est demandé si un actionnaire pouvait tout simplement se plaindre d'avoir conservé ses titres à la suite d'une diffusion d'informations. Après quelques hésitations, la jurisprudence, pour la première fois dans l'arrêt Sidel -puis cela a été confirmé dans les arrêts Gaudriot, Vivendi ou Marionnaud-, a accepté de réparer un préjudice pouvant résulter de la simple conservation de titres.

On est donc actuellement dans une situation où les demandeurs, qu'ils aient acquis, cédé ou conservé des titres suite à la diffusion d'informations, sont traités de la même manière.

La deuxième tendance, qui me paraît assez importante et qui est sans doute ici fondamentale, est le recours systématique au concept de perte de chance auquel se réfèrent les juges.

L'uniformisation du traitement des victimes tient aussi au fait que le préjudice réparable a été cantonné dans la jurisprudence au seul préjudice de perte de chance. Ce recours à la perte de chance ne s'est pas du tout imposé d'emblée. Quand on regarde les premières décisions qui traitent de la question, on voit que l'on avait une approche qui était beaucoup plus proche d'une logique de marché.

Par exemple, l'arrêt Société Générale de Fonderie qui a été rendu en 1993 énonce que seul le préjudice né de la différence de cours est certain et découle directement de l'infraction.

Devant une évidente complexité à apprécier ce préjudice dans la pratique et la volonté des juges de faciliter l'indemnisation des victimes et la preuve d'un préjudice, on a cependant progressivement observé un glissement de la jurisprudence vers l'indemnisation, non plus de cette différence de cours, mais d'une perte de chance d'avoir réalisé un investissement plus profitable. Ce que l'on

répare désormais est non plus la perte de valeur mais la perte d'une chance d'avoir pu faire autre chose avec l'argent que l'on détenait en portefeuille.

Il existe dans ce domaine un arrêt important de la Cour de cassation du 9 mars 2010, l'arrêt Gaudriot, dans lequel la Cour de cassation a affirmé que celui qui acquiert ou conserve des titres émis par voie d'offre publique au vu d'informations inexactes, imprécises ou trompeuses sur la situation de la société émettrice perd seulement une chance d'investir ses capitaux dans un autre placement ou de renoncer à celui déjà réalisé.

Indifférence de la situation des demandeurs, recours systématique à la perte de chance : ces deux éléments aboutissent à un traitement uniforme de la situation des différentes victimes, qui va se caractériser surtout par une troisième tendance, celle de l'évaluation forfaitaire de la perte de chance.

Quand on regarde les différentes décisions qui ont été rendues par le juge du fond, on s'aperçoit que quasiment toutes procèdent à une indemnisation forfaitaire sans aucune justification particulière des sommes qui sont accordées aux différentes victimes.

Je vais prendre des exemples qui peuvent paraître caricaturaux mais qui sont directement tirés de la jurisprudence. La problématique consistait dans l'affaire Sidel à traiter les conséquences préjudiciables d'une diffusion d'informations trompeuses, avec des victimes qui se trouvaient dans des situations extrêmement différentes. Or la Cour d'appel de Paris a décidé d'indemniser les actionnaires à raison de 10 € par action possédée. Chaque actionnaire qui possédait une action Sidel a eu droit à 10 €. Ceux qui par exemple en possédaient 100 ont eu droit à 1 000 €. Ainsi, les juges s'en sont tenus à une telle somme forfaitaire, sans explication.

Quelque temps plus tard, les juges ont abouti à la même conclusion dans l'affaire Vivendi, c'est-à-dire à une indemnisation forfaitaire, avec – surprise – même montant, soit 10 € par action, sans que l'on sache davantage pourquoi. On ne peut pas penser que les juges sont allés regarder le cours de bourse puisqu'alors il était passé de 71 € à 21 €. 10 € ne correspond même pas à une proportion du montant.

Voilà, décrit de manière évidemment un peu schématique dans le temps qui nous est imparti, la façon dont aujourd'hui la jurisprudence traite la question du préjudice financier de l'investisseur.

Pourquoi cela pose-t-il beaucoup de problèmes aux juristes qui analysent cette situation ? Il y a sans doute quatre critiques majeures que l'on peut ici adresser à ce traitement jurisprudentiel du préjudice financier. La première est que l'on observe une limitation du préjudice réparable qui n'est pas véritablement justifiée. En effet, la perte d'une chance d'avoir effectué un investissement plus favorable n'est pas le seul préjudice que subit un investisseur, et à dire vrai ce n'est sans doute ni le plus naturel ni le plus fréquent. En réalité, la plupart du temps, un investisseur est titulaire d'un certain nombre de titres et une information trompeuse ou erronée produit un effet sur son cours, c'est-à-dire qu'elle conduit à faire monter le cours l'action au moment où l'information est communiquée et à le faire chuter au moment où la correction est effectuée. Le préjudice réel pour l'actionnaire est en fait celui qui consiste à avoir acheté trop cher et vendu à un prix trop bas. Il correspond à une perte de valeur de l'investissement.

En fait, à partir du moment où l'on recourt automatiquement à la perte de chance, on se prive de la possibilité de regarder ce préjudice, et pour un juriste on se prive ainsi de celle d'accorder une réparation du préjudice qui soit effectivement une réparation intégrale de tout le dommage. Le dommage réparable se cantonne ici à la seule perte de chance et ne se justifie pas au regard des principes classiques du droit de la responsabilité civile.

La deuxième critique que l'on peut adresser à cette jurisprudence est qu'elle procède d'une méconnaissance complète de l'exigence de causalité que l'on a évoquée. Il ne s'agit pas d'un hasard. La causalité n'est pas respectée car il a été décidé de recourir à la perte de chance précisément pour éviter d'avoir à la démontrer. Cela étant, la perte de chance est utilisée pour pallier l'impossibilité de prouver le lien de causalité mais, même sur le terrain de la perte de chance, la solution n'est pas satisfaisante. En effet, raisonner en termes de perte de chance n'exonère pas du devoir de prouver l'existence d'un lien de causalité entre la faute et le préjudice de perte de chance.

Logiquement, quand on se trouve face à un préjudice de perte de chance, peuvent se poser un certain nombre de questions. Quel aurait été le comportement probable de l'investisseur si l'information n'avait pas été trompeuse et, si ce comportement probable n'avait pas consisté à acheter ces actions, qu'aurait-il fait d'autre, et cela aurait-il été finalement plus rentable que ce qu'il a effectivement fait ? Il y a toute une chaîne de questions à se poser pour savoir si juridiquement il existe un lien de causalité.

Ces questions, les juges ne se les posent pas en l'état actuel de la jurisprudence, et si l'on regarde les différentes décisions, il apparaît que le seul élément éventuellement mentionné est l'existence d'un aléa boursier général qui justifierait que ne soit réparée, non pas de l'intégralité de la perte de chance, mais une partie de celle-ci.

Évidemment, c'est extrêmement vague, mais surtout, une fois encore, ce n'est pas totalement exact juridiquement puisque cela consiste à confondre deux types d'aléa différents. Il y a évidemment l'aléa boursier, parce que les marchés sont volatils et que l'on ne peut pas anticiper leur évolution, mais ce qui nous intéresse en tant que juristes, au-delà de cet aléa, c'est surtout ce que l'on appelle l'aléa de perte de chance, c'est-à-dire la probabilité d'une éventualité favorable dont la disparition constitue un préjudice réparable.

Concrètement, aurait-on pu avoir un autre comportement, et si cela avait été le cas, l'investissement alternatif aurait-il véritablement été plus intéressant ? Ce raisonnement et cette recherche d'un lien de causalité ne sont pas du tout effectués pour l'instant par les juges en droit positif.

La troisième critique qui peut être adressée à la jurisprudence est l'absence d'individualisation des situations. On l'a vu, le traitement est uniforme. On ne cherche pas à savoir si les investisseurs ont acquis, cédé ou conservé leurs titres, ni si leur comportement aurait pu être différent de celui qu'ils ont eu. On occulte toutes ces spécificités et l'on répare pour chaque investisseur le même préjudice, consistant dans la même perte de chance.

En réalité, on a transformé ce qui était à l'origine évidemment un contentieux de masse, mais avec des préjudices individuels en indemnisation collective. La perte de chance dépend aujourd'hui d'une forme d'indemnisation collective. La victime recevra une indemnisation identique qui concrètement sera fonction du nombre de titres détenus, mais absolument pas du caractère personnel ou certain du dommage subi.

Enfin, je ferai une quatrième et dernière critique qui rejoint un peu les précédentes. L'évaluation du préjudice qui nous est proposée est véritablement arbitraire puisque la somme accordée aux différents investisseurs ne va pas du tout avoir la même signification pour chacun d'entre eux. Certains investisseurs avaient conservé un portefeuille simplement parce qu'ils n'avaient pas forcément l'intention de faire autre chose, et pour eux 10 € par action est un effet d'aubaine formidable.

Parallèlement à cela, d'autres investisseurs sont dans une stratégie d'investissement particulière. Leur comportement a vraiment été perturbé par l'information donnée, ou ils ont acquis en fonction d'informations trompeuses à un cours totalement surévalué. Ils subissent en général un préjudice qui est bien plus important que la perte de chance réparée en jurisprudence et souffrent de ne pas pouvoir obtenir une réparation intégrale de ce dernier.

L'impression domine que, puisque la jurisprudence n'arrive pas à procéder à une évaluation satisfaisante du dommage, parce qu'elle n'en a pas la lecture, son évaluation procède d'une forme de double jugement moral : à l'égard de l'émetteur, qu'elle veut punir pour avoir diffusé de fausses informations ; et à l'égard de l'investisseur, dont elle ne veut pas réparer l'intégralité du préjudice dès lors qu'il est allé jouer sur les marchés et a eu un comportement risqué. C'est ce double jugement, au regard des principes généraux de la responsabilité civile, qui encore une fois ne sont là que pour réparer un dommage, qui ne me paraît pas satisfaisant.

Voilà pour l'état du droit positif aujourd'hui, et voilà pourquoi la commission a essayé de proposer une autre méthode, en s'inspirant notamment de ce qu'il se passe aux Etats-Unis.

La pratique de l'indemnisation dans la jurisprudence américaine

Maître Christophe PERCHET

Avocat au Barreau de Paris

Pardonnez d'avance à l'avocat au Barreau de Paris que je suis seulement de ne pas être en mesure de vous donner, ce soir, une présentation complète des solutions développées par le droit américain en matière d'indemnisation du préjudice de l'investisseur. Mais je ne pense pas que notre propos, en tant que juristes français, soit d'importer l'ensemble de ces solutions de ce côté-ci de l'Atlantique. Il nous semble en revanche utile de comprendre comment le système judiciaire américain, connu pour sa sophistication, traite concrètement les questions qui viennent d'être exposées par le Professeur Klein.

A cet égard, le moindre des paradoxes n'est pas de constater que, dans un pays où les dommages punitifs sont en général accueillis très largement par les tribunaux, lorsqu'il s'est agi de définir les conséquences, pour l'investisseur, de la diffusion d'une information défaillante par un émetteur côté, les juges américains se sont attachés, avec l'aide de vos homologues experts financiers, à mesurer de la façon la plus précise possible le préjudice de l'investisseur, en s'abstenant d'avoir une logique moralisatrice qui les aurait conduit à intégrer toute idée de punition dans les sommes mises à la charge de l'émetteur. Alors que chez nous, qui n'admettons a priori aucune forme de dommages-et-intérêts punitifs, on serait porté à conclure, à l'examen de solutions jurisprudentiels sur la même question, qu'au fond, avec leur approche décorrélée de toute tentative de mesurer effectivement le préjudice financier de l'investisseur, les juges assument – plus ou moins consciemment - la dimension punitive qui résulte, pour l'émetteur, des sommes qu'ils accordent ainsi forfaitairement.

Avant d'exposer la méthode selon laquelle s'établit judiciairement le préjudice de l'investisseur Outre-Atlantique, je crois utile de brosser très rapidement les types d'actions que le droit américain ouvre aux investisseurs, lesquels reposent soit sur un texte spécial, soit – et ce sont les actions qui sont plus volontiers utilisées – sur une construction purement prétorienne. Ainsi, et au-delà de l'exposé qui vient de vous être donné par une éminente représentante de la Faculté - avec son appareil

conceptuel très complet mais peut-être difficile à transposer tel quel pour les praticiens que nous sommes -, j'espère mieux vous faire saisir, en vous présentant les solutions du droit américain, la façon selon laquelle le préjudice de l'investisseur peut être concrètement appréhendé, soit que le législateur lui facilite la tâche par la définition précise de son préjudice réparable - vous le verrez clairement dans un instant -, soit que le juge, en l'absence de texte et en s'en tenant aux principes généraux de la responsabilité civile, guide ses pas en l'invitant à mettre en œuvre une méthode précise.

C'est alors qu'entrent en scène les experts financiers car aux États-Unis, ces contentieux sont avant tout des batailles d'experts : ce sont vos homologues - et non les juristes - qui occupent essentiellement le terrain - et ce serait votre cas demain, si nous adoptions une démarche s'inspirant des méthodes américaines pour l'évaluation du préjudice de l'investisseur.

Espérant, avec ce propos introductif, vous avoir enthousiasmés ou réveillés (toute révérence gardée pour les orateurs qui m'ont précédé bien entendu), je vais entrer dans le vif du sujet et d'abord évoquer les deux textes qui, en droit américain, posent un régime de responsabilité spéciale pour tous ceux qui offrent au public des titres financiers, à savoir l'article 11 du *Securities Act*, qui date de 1933, et l'article 12 de cette même loi.

Peu importe les différences d'origine de ces deux textes. L'essentiel est, me semble-t-il, de relever qu'ils fondent des régimes spéciaux de responsabilité d'origine législative. Le législateur américain a en effet souhaité instituer, sur le sujet qui nous intéresse, des cadres dérogoratoires des règles du droit commun (qui est, aux États-Unis, la *common law*) ; et ces cadres ont un domaine d'application bien délimité : ils ne visent que ceux qui font des offres de titres financiers au public.

L'article 11 du *Securities Act* vise les émetteurs et tous ceux qui travaillent avec eux lors de l'introduction de titres sur le marché primaire. Ce qui est ici en cause, ce sont les inexactitudes et fausses déclarations qui sont faites dans le fameux *registration document* déposé par un émetteur auprès de la SEC (l'équivalent de notre AMF), document dont le contenu est très précisément réglementé. Le régime de responsabilité de l'émetteur est quasiment celui d'une responsabilité objective : il suffit pour l'essentiel, à celui qui a acquis des titres en question et entend mettre en cause la responsabilité de l'émetteur pour diffusion de fausses informations, d'établir l'existence d'une inexactitude dans le prospectus par le biais duquel les

titres ont été « commercialisés » - si vous me passez cette expression. Il ne lui est pas nécessaire de démontrer qu'il a lu ce prospectus – ce qui peut paraître invraisemblable mais le législateur est venu alléger la tâche de l'investisseur sur ce point – ni même que l'inexactitude en cause procède d'une faute intentionnelle ou d'une négligence de l'émetteur ou de ceux qui l'ont assisté. Il suffit donc à l'investisseur d'établir qu'une information du prospectus est inexacte mais il faut en revanche qu'elle soit significative.

A partir de cette exigence de causalité relâchée, le régime de responsabilité qui découle est intégralement dicté par le législateur, dans la mesure où même le préjudice est défini par la loi : il s'agit de l'écart entre le prix auquel l'investisseur a acheté les titres sur la base du prospectus incriminé et le cours, par définition inférieur, qui est résulté de la révélation ultérieure de l'inexactitude ou de l'omission significative contenue dans le prospectus.

L'article 11 du *Securities Act*, qui vise, comme je l'ai dit, les émetteurs et tous ceux qui les conseillent (les banques d'affaires, les dirigeants et les experts-comptables au besoin, qui certifient les comptes), édicte donc un régime de responsabilité bien précis, très favorable aux investisseurs mais se trouve, en pratique, assez rarement utilisé.

L'article 12 du *Securities Act* institue, selon la même logique, un régime de responsabilité spéciale pour toute personne (et non seulement pour l'émetteur) qui offre des titres au public et procède, à cette occasion, à la diffusion, dans un prospectus ou par toute forme de communication, qu'elle soit écrite ou orale, d'informations trompeuses ou inexactes.

Il s'agit là encore, d'une forme de responsabilité objective : il revient seulement à l'investisseur d'établir qu'un « prospectus » - le terme recouvre en fait toute forme de communication - a été diffusé et contient des inexactitudes, quand bien même elles n'auraient pas pour origine une intention de nuire ni même une négligence.

Dès lors – et sauf si le vendeur parvient à renverser la présomption légale de causalité entre les inexactitudes en question et la chute du cours du titres -, l'investisseur pourra obtenir réparation de son préjudice, lequel est, là encore, défini précisément par le texte : si l'investisseur détient toujours les titres, il devra les restituer au vendeur et recevoir en contrepartie le prix qu'il avait versé, augmenté des intérêts et diminué des éventuels dividendes perçus dans l'intervalle. S'il n'a plus les titres, c'est la différence entre le prix acquitté au départ et le cours ultérieur

auquel les titres ont été cédés qui est retenue comme mesure du préjudice. C'est un système somme toute assez fruste mais qui traduit la volonté du législateur d'offrir un outil simple et efficace aux plaideurs.

Les Américains ont toutefois ressenti le besoin de réparer le préjudice de l'investisseur dans d'autres situations que celles strictement définies par les textes que je viens de présenter. S'est alors développé un courant jurisprudentiel élargissant la responsabilité à d'autres cas de diffusion d'une fausse information ayant une incidence sur le cours des instruments financiers échangés. Les solutions d'origine prétoriennes ne visent plus le cas d'une offre de titres faite au public mais toute cession de titres côtés, opérée sur le marché ou de gré à gré, entre opérateurs de bonne foi mais qui sont abusés par la diffusion d'une information trompeuse.

C'est bien entendu à l'auteur de la fausse déclaration ou de l'inexactitude qu'il appartient de réparer le préjudice qui en est résulté –il s'agit en général l'émetteur mais il peut s'agir d'un autre opérateur du marché-, et cette fois, sur le fondement du droit commun de la responsabilité, comme l'ont décidé les tribunaux américains au terme d'une construction jurisprudentielle qui, pour le coup, n'a pas pu s'affranchir des exigences du régime général de la responsabilité, lesquelles sont, somme toute, en *commun law*, les mêmes que celles de notre droit civil français.

J'en viens donc à décliner les conditions de cette responsabilité.

Il faut d'abord qu'une opération ait été réalisée, c'est-à-dire un achat ou une vente de titres. Il n'est pas question, aux Etats-Unis, de prétendre à la réparation d'une perte de chance de faire un investissement ou un désinvestissement, au prétexte que l'investisseur aurait été porté, en raison de la diffusion d'une fausse information, à ne pas investir dans un instrument donné ou à ne pas céder le titre en cause.

La prise en compte de ces préjudices est absolument exclue car ils sont perçus comme purement hypothétiques. Les Américains, qui sont des gens concrets et positifs, veulent une perte effectivement subie, la seule qui puisse être mesurée.

Mais il ne suffit pas d'avoir réalisé une opération sur des titres, encore faut-il avoir été victime d'un comportement fautif. C'est donc une faute qu'il s'agit d'établir, c'est-à-dire le fait d'avoir induit en erreur le marché, sans doute pas dans une intention de nuire certes, mais il ne s'agit plus ici d'une responsabilité objective de l'émetteur. En d'autres termes, ce n'est pas le simple fait, en dehors de toute négligence, d'avoir omis un élément important ou commis une erreur dans la façon

dont sont relatées la situation, les perspectives ou les risques attachés à l'émetteur qui suffit ici.

L'intention est requise et elle est ici essentielle parce qu'elle est au cœur de la causalité : pour celui qui a diffusé une fausse information, il ne peut y avoir de responsabilité que pour autant qu'il soit établi qu'il a commis une faute ; cela peut paraître assez rigoureux, mais c'est ainsi que les Américains engagent le débat sur la causalité, puisqu'elle est une condition de leur régime général de responsabilité.

L'investisseur ne peut donc obtenir réparation que s'il a réalisé une opération sur un titre alors qu'il y avait eu diffusion d'une fausse information procédant d'une faute et que celle-ci a causé un préjudice.

Ce sont là des éléments classiques, bien sûr, jusqu'au préjudice financier. Celui-ci, qui est la fin de la causalité, ne peut s'admettre dans son principe que s'il est établi qu'il existe un écart entre le prix auquel l'opération a été réalisée, que ce soit un achat ou une vente, et le cours qui eut été celui de l'instrument en cause si la faute n'avait pas été commise. En termes non seulement de causalité mais aussi de *quantum*, on est au cœur d'un sujet qui est le vôtre puisque ce sont le fonctionnement du marché financier qu'il s'agit ici de décrypter. La question est donc celle de savoir ce qu'aurait dû être le cours de l'instrument financier si des informations erronées n'avaient pas été diffusées.

Je viens de résumer à gros traits le cadre juridique qui s'offre, aux Etats-Unis, pour la réparation du préjudice de l'investisseur.

Comment toutes ces règles sont-elles mises en œuvre précisément ? Sans déflorer un sujet qui sera présenté dans quelques instants de façon bien plus satisfaisante par Olivier Péronnet, je souhaite simplement préciser ici -parce que c'est sans doute à moi de le faire, même si c'est un peu avant l'heure- que la méthode suivie découle de la meilleure théorie financière des grandes universités américaines, je veux parler de la théorie de l'efficacité des marchés. Vous connaissez tous le Professeur Fama, de l'Université de Chicago, qui a conçu il y a cinquante ans une explication du fonctionnement des marchés financiers dont on retrouve aujourd'hui les applications dans les prétoires des tribunaux américains. En effet, les Américains disent que puisque les marchés sont efficaces, toute information diffusée à tout moment est nécessairement prise en compte d'une façon ou d'une autre par les investisseurs dans leurs décisions d'investir et que donc elles sont intégrées dans les prix qui se forment sur ces marchés.

Cependant, quand on a dit cela, on n'a pas dit grand-chose. Si toutes les informations sont intégrées, comment faire le tri entre celles qui ont une incidence sur le cours d'une valeur donnée, dans un sens ou dans un autre, et celles qui n'en n'ont pas ? Cette question, qui est assez absconse pour quelqu'un qui n'est pas un expert, a conduit à utiliser des analyses statistiques pour y répondre. C'est l'idée qu'au fond le cours des valeurs boursières - n'en déplaise à nos magistrats, la bourse n'est pas une loterie - n'évoluent pas de façon erratique ou incohérente. On peut être perplexe devant l'évolution d'un indice boursier, qui reflète la croyance commune de la façon dont va évoluer l'économie, et les conséquences qu'en tirent les investisseurs en termes de décisions d'investissement dans les valeurs que composent ces indices, mais la réalité est bien que, statistiquement, les valeurs boursières évoluent les unes par rapport aux autres d'une certaine façon ; elles sont liées par des corrélations.

Cette idée, qui est d'abord celle d'un professeur d'économie américain, a été transposée dans les prétoires pour résoudre la question qui nous occupe et les experts financiers qui sont vos homologues de l'autre côté de l'Atlantique ont considéré qu'il ne fallait pas réserver aux universitaires ces outils statistiques mais qu'ils devaient au contraire être utilisés, dans le cas précis d'un titre dont on souhaite établir si son cours a été affecté par un événement donné (la diffusion d'une fausse information), de façon à déterminer ensuite comment il aurait évolué en l'absence de l'événement perturbateur.

Très concrètement, dans la matière qui nous intéresse, le débat d'experts qui a lieu devant le juge a trait à une question précise : le titre a-t-il un temps (au cours de la période de diffusion d'une fausse information) évolué de façon décorrélée par rapport au cours des valeurs avec lesquelles il présente d'ordinaire une bonne corrélation ? En d'autres termes, il s'agit de mettre à jour l'existence de corrélations entre des valeurs et le titre examiné et d'en suivre l'évolution ou, plutôt, les accidents.

Cette méthode recèle bien des difficultés.

La délimitation de la période non affectée par une information fausse n'est pas toujours aisée car on ne sait pas nécessairement quand a commencé la diffusion d'une fausse information : s'il s'agit d'une omission, ou bien d'une série d'informations inexacts, ou encore d'une diffusion continue dans le temps voire que la ou les fausses informations se trouvent comme consolidées dans les comptes,

il peut être assez difficile de déterminer le jour auquel s'achève la période « propre » (la « *clean period* » comme disent les Américains) et celui auquel commence la période affectée.

La détermination des valeurs dont les cours sont corrélés à celui du titre analysé n'est pas non plus toujours aisée. Utiliser un indice de marché n'offre le plus souvent qu'une corrélation imparfaite et l'expert est porté à composer un indice ad hoc - non pas certes de complaisance - mais plus pertinent en ce qu'il montre une meilleure corrélation, au cours de la « période propre », entre l'évolution du cours des titres qui le compose et celle du titre examiné.

Vous imaginez bien que selon que l'on est d'un côté ou de l'autre de la barre, ces questions délicates donnent lieu à des discussions longues et complexes que seules des experts financiers peuvent conduire pour éclairer le juge.

Ces premiers obstacles franchis, il reste à établir quel aurait dû être le cours du titre examiné pendant la « période affectée » puisque l'on connaît sa corrélation à un panier dont on peut par ailleurs vérifier l'évolution au cours de celle-ci. Cela permet ainsi d'établir ce que l'on appelle la juste valeur du titre au cours de la période affectée.

Dans sa décision, le juge retient alors, pour chaque jour de la période affectée, ce qu'il considère être la juste valeur du titre, au terme des débats qui ont eu lieu devant lui. Il reconstitue ainsi un cours exempt de toute influence de la diffusion fautive d'informations trompeuses, qui sert de référence pour établir le préjudice des investisseurs qui ont réalisé des opérations sur le titre au cours de la période en cause.

Se pose une difficulté supplémentaire – mais à laquelle nous pouvons espérer échapper et que je ne mentionne que pour mémoire -, liée à la nature de l'action en indemnisation engagée aux Etats-Unis, lorsqu'elle emprunte la voie d'une *class actions*, actions dont on sait qu'elles sont intentées au nom d'un groupe abstrait de plaignants. Confronté à un groupe de victimes au contour assez indistinct, et devant rendre une décision sur le montant de l'indemnisation globale accordée, le juge doit encore rechercher qui sont ceux qui, au cours de la période affectée, ont échangé le titre concerné et quel est le montant global des pertes subies par tous ceux qui sont éligibles à la *class actions*. De complexes modèles statistiques sont produits par les experts sur ce point pour tenter de déterminer le volume des échanges intervenus chaque jour pendant la période affectée ; d'après les échanges que j'ai eus avec mes

confrères et associés américains, il s'agit là de l'un des aspects les plus hasardeux de la pratique américaine en matière d'indemnisation du préjudice des investisseurs.

Mais cette difficulté ne se posera pas *a priori* avant longtemps à nos tribunaux, tant il paraît peu vraisemblable que le législateur institue, dans le domaine qui nous intéresse, la possibilité, pour les investisseurs, d'engager une action collective.

Je conclurai mon propos en observant qu'au fond, nos amis américains ont poussé dans ses limites ultimes la logique qui préside à tout système de responsabilité, à savoir établir une causalité incontestable et rechercher l'indemnisation intégrale du préjudice, ni plus, ni moins.

La démarche est certes très exigeante ; les contentieux sont longs et très techniques. Leur coût est considérable et l'on peut se dire, au fond, que cette voie n'est peut-être pas aussi fructueuse, au regard des résultats auxquels elle conduit : en effet, les actions engagées par les investisseurs aux Etats-Unis ne prospèrent pas toujours, loin s'en faut, et l'on peut considérer que les sujétions imposées aux plaignants sont excessives. Cependant, ce système a le mérite de nous montrer qu'il existe des méthodes intellectuellement plus satisfaisantes, aux yeux du praticien, pour mesurer un préjudice boursier que l'approche simpliste de l'évaluation forfaitaire d'une perte de chances, définie sans égards aucuns pour le fonctionnement réel du marché boursier.

Les principes directeurs de l'évaluation du préjudice de l'investisseur dans les sociétés cotées

Monsieur Olivier PERONNET

Expert près la cour d'appel de Paris, agréé par la Cour de cassation

Fort des constatations qui ont été évoquées sur les pratiques de l'autre côté de l'Atlantique et surtout de celles, sur le plan juridique, des défaillances ou des faiblesses de notre système évoquées par Julie Klein, je vais pour ma part :

- d'abord vous énoncer les propositions qui ont été faites pour le Club des juristes et pour le groupe de travail qui a planché sur cette question,
- ensuite, essayer d'examiner avec vous ce qu'est l'étude d'événements et en quoi elle peut répondre aux préoccupations des juristes sur les deux points que sont la réparation intégrale et le lien de causalité,
- et enfin tenter de vous expliquer d'une façon simple une démarche qui fait appel à des calculs économétriques relativement complexes mais qui finalement, quand on en a un peu l'expérience, ne le sont pas autant qu'ils le paraissent de prime abord.

La première proposition que le Club des juristes a formulée est la suivante : « *La commission propose d'établir une méthode rigoureuse d'évaluation du préjudice réparable devant les juridictions civiles fondée sur une **individualisation** des préjudices subis et tenant compte de l'impact réel de la fausse information sur le prix des titres financiers* ». Les choses sont clairement posées au regard du diagnostic que Julie Klein vous a exposé tout à l'heure. Remettons les bonnes idées à la bonne place : le préjudice réparable et son individualisation ; c'est la proposition n°1.

La proposition n°2 est la suivante : « *La commission propose de définir le préjudice réparable comme la perte directement subie par chaque investisseur du fait de l'influence indûment exercée sur le cours des titres par la diffusion de l'information fausse ou trompeuse. Un tel préjudice consiste par principe dans la perte de valeur de l'investissement réalisé* ». Là aussi, on en revient à des principes de base : le préjudice réparable est la perte de valeur consécutive à la diffusion de la fausse information. Cela n'appelle pas de commentaires particuliers.

La proposition n°3 vise à ce que l'investisseur peut, s'il le souhaite et peut en rapporter la preuve qui lui incombe, obtenir réparation de la perte d'une opportunité spécifique d'investissement avant la diffusion d'informations erronées en lieu et place de la réparation de la perte de valeur de son investissement. Il faut en pratique que ces informations erronées aient été déterminantes de son choix d'investissement.

L'investisseur doit alors « scénariser » quelle aurait été la situation de son investissement alternatif, qu'il aurait été à même de réaliser, et invoquer un manque à gagner qui ira au-delà de la perte sur le titre sur lequel il a investi. La perte de chance est celle de la perte d'opportunités d'avoir effectué un autre investissement.

Le préjudice « de base » est la perte de valeur du titre financier, qui a été « pollué » par une information défailante, et par exception, la perte d'opportunité si elle est démontrable.

La proposition n°4 est celle que Julie Klein a déjà énoncée tout à l'heure : « *La commission estime qu'il n'y a pas de préjudice de conservation ou de non-acquisition s'il ne résulte pas directement de l'influence indûment exercée sur le cours des titres par la diffusion d'informations fausses ou trompeuses et qu'il apparaît en toute hypothèse trop hypothétique pour être réparable. Seules les acquisitions ou les cessions de titres effectuées par les investisseurs entre la diffusion de l'information trompeuse et la révélation de son caractère erroné peuvent être la source d'un préjudice réparable* ».

C'est un peu le complément de la proposition précédente sur la perte d'opportunité. Le scénario qui consiste à dire : « *Si j'avais su, j'aurais investi* » pour celui qui, précisément, n'a pas investi, n'a pas lieu d'être selon nous parce que l'on entre dans des scénarii et des spéculations qui peuvent susciter des vocations de demandeurs qui n'auraient en réalité jamais songé à investir sur le titre, et cela ouvrirait ainsi la voie à des pertes d'opportunité sans limite aucune.

La proposition n°5 est la suivante : « *La commission estime que la qualité de l'investisseur, averti ou non -la veuve de Carpentras ou le trader à haute fréquence-, et sa stratégie d'investissement ne doivent pas être prises en considération dans l'appréciation du préjudice subi* ». Tous les investisseurs sont sur un pied d'égalité. Encore une fois, ce que l'on cherche à mesurer -je vais y venir tout à l'heure- c'est l'impact que la fausse information a eu sur un titre, quelle que soit la situation de l'investisseur, sauf pour celui-ci à démontrer une perte d'opportunité spécifique. Le

fait est que ce que l'on cherche à mesurer est l'impact sur le titre financier sur lequel il y a eu investissement, indépendamment la qualité de l'investisseur qui a investi dans ce dernier.

La proposition n°6 de la commission, sur laquelle je reviendrai plus en détail tout à l'heure mais que j'énonce dès à présent, est la suivante : « *La commission propose de recourir à des méthodes statistiques appropriées au premier rang desquelles figurent les études d'événements pour déterminer l'impact de la fausse information sur le cours du titre et le préjudice en résultant pour les investisseurs* ».

La proposition n°7, sur laquelle je laisserai Mme Baranger développer, est la suivante : « *La commission s'accorde, dans la suite de l'AMF, à encourager le recours à la transaction et à la médiation* ». Je voudrais simplement dire que notre préoccupation au sein du groupe de travail a été de nous inscrire dans la suite du rapport de 2011 dit Delmas Marsalet et Ract-Madoux de l'AMF, qui déjà avait examiné la question du préjudice de l'investisseur. Nous avons également, dans le cadre des travaux de la commission, entendu Mme Cohen-Branche, médiateur de l'AMF, et il est apparu que les travaux et recommandations qui avaient été faits à l'époque gardaient tout leur intérêt aujourd'hui et qu'en pratique le médiateur traitait surtout d'affaires relatives aux réseaux bancaires, et aux conseils donnés aux investisseurs qui ont pu les amener à faire des investissements malencontreux.

La proposition n°8, qui intéresse très directement l'auditoire que vous êtes, est que : « *La commission encourage le recours à l'expertise de justice pour organiser le débat sur la réalité et l'étendue du préjudice* ». On ne peut à mon avis que s'en réjouir, et je laisserai Sophie Baranger, sur les questions du recours à l'AMF, et le Président Tricot commenter la proposition n°10, qui vise à la spécialisation des chambres qui seraient susceptibles d'être saisies de ce genre de réclamations ou de demandes.

A ce stade, en ayant énoncé ces différentes propositions et après que les précédents exposés vous aient présenté l'état du diagnostic et de la situation jurisprudentielle, la question qui se pose maintenant pour des experts comme nous est de savoir en quoi l'étude d'événements apporte une réponse appropriée aux préoccupations des juristes que Julie Klein a énoncées tout à l'heure, à savoir le lien de causalité et le principe de réparation intégrale.

Qu'est-ce que l'étude d'événements ? En quoi apporte-elle cette réponse et quels sont les principes de sa mise en œuvre ?

L'étude d'événements part en fait du principe que Christophe Perchet a déjà énoncé : celui de l'efficience des marchés. Le marché doit être informé. Il intègre dans les cours toutes les informations dont il dispose.

M. Fama nous dit que les : « *prices reveal all available information* ». « *Les prix reflètent toutes les informations qui sont rendues disponibles* », ce qui implique un grand nombre d'obligations pour les émetteurs, basées sur le principe que le marché ne peut être efficace que s'il a la bonne information pour pouvoir fonctionner sans biais. C'est précisément pour cela qu'un événement perturbateur telle l'information trompeuse, est supposé avoir un impact sur le marché, et c'est bien celui-ci que l'on va chercher à tracer et à mesurer.

La deuxième observation qui est liée à cette efficience des marchés, est que la simple observation du cours de bourse, précisément parce que ledit cours de bourse reçoit une multitude d'informations, n'est pas en soi suffisante pour pouvoir mettre en évidence l'impact de telle information par rapport au flot de celles qui influent un cours de bourse.

La question est sur un plan économétrique de savoir à travers l'étude d'événements comment capter l'incidence d'un événement précis - l'information trompeuse qui a été donnée sur le marché, parmi tous les éléments qui ont une influence sur un cours de bourse. Il existe méthodologiquement plusieurs étapes pour pouvoir identifier et mesurer un tel événement.

Le premier élément auquel il faut s'intéresser est d'identifier avec précision l'événement dont on souhaite analyser l'impact, et définir un bornage temporel. Je laisserai tout à l'heure Sophie Baranger expliquer en quoi l'AMF peut nous aider dans l'identification des comportements fautifs ou des manquements au sens du règlement de l'AMF. Pour l'étude d'événement, il faut un événement ! L'information trompeuse a pu être donnée au marché, ou ne pas être donnée mais avoir été révélée tardivement. Dans les 2 cas il y a un biais. Il faut évidemment identifier à quel moment celle-ci a été donnée ou révélée au marché. Les cas sont variables sur des informations données, un dirigeant qui donne une information beaucoup trop positive sur l'évolution de sa société, en fournissant un carnet de commandes trop important, des comptes inexacts. Ce peut donc être une information qui a été donnée de façon active par l'émetteur et qui a pu fausser la perception d'investisseurs, ce qui va évidemment à l'encontre non seulement de toutes les bonnes pratiques, puisque la réglementation n'est pas respectée, mais

aussi de la pratique selon laquelle l'émetteur, lorsque sur le marché une information circule est qu'elle est inexacte, a l'obligation de la corriger et d'empêcher le marché de l'interpréter de façon erronée (voir en ce sens le rapport Lepetit sur les « avertissements sur résultats »).

De façon analogue, l'information qui a été donnée de façon « active » au marché constitue un événement daté et ouvre une période perturbée, l'information « révélée » date quant à elle la sortie de la période que j'ai qualifiée de « grise ». La période grise ou perturbée précède la révélation de l'information inexacte, incomplète et trompeuse.

On va chercher à dater ces événements qui ont créé une période grise pendant laquelle le marché n'a pas été en mesure de fonctionner de façon correcte. On va chercher à identifier les événements qui ont pu influencer sur le cours et à savoir comment ils ont pu entraîner un préjudice et de quelle façon il peut être chiffré. C'est la première étape.

La deuxième étape consiste à déterminer une période pendant laquelle on peut mener une étude de régression, c'est-à-dire aller regarder comment le titre de l'émetteur qui est examiné peut être rapproché de ceux de ses pairs, c'est-à-dire d'un panier de valeurs ou d'un indice, comme Christophe Perchet l'a indiqué tout à l'heure.

Il faut donc se situer exactement avant la période grise que j'ai évoquée à l'instant, qui consiste à étudier les titres à travers des indices de corrélation appropriés sur une période non affectée par une information biaisée.

Plus on est en mesure d'établir des indices de corrélation élevés sur le plan mathématique et économétrique, et plus l'analyse peut s'avérer pertinente.

On identifie les émetteurs qui peuvent permettre par une analyse économétrique de déterminer quel aurait dû être le cours de celui observé si une information biaisée n'avait pas existé.

Pour prendre des exemples simples, s'il s'agit d'un titre Veolia, on fait une comparaison avec Suez Environnement et un panier de valeurs européennes qui concernent le même secteur. S'il s'agit de Vivendi, on regarde le secteur des médias télécoms. Les émetteurs comparables vont réagir en principe aux mêmes informations macroéconomiques. On va donc constater si une corrélation existe. Si elle est vérifiée, on peut passer à l'étape 3.

L'étape 3 complète l'étape 2 et concerne le choix d'indices comparables à ceux qui ont influencé le rendement du titre. Quelques aspects sont à valider. Quand on se réfère par exemple à un indice, il faut s'assurer que l'émetteur que l'on est en train d'observer ne représente pas 90 % de ce dernier ; sinon l'analyse n'aura absolument aucun intérêt.

On optera plutôt pour un panier de valeurs comparables ou un indice sectoriel précis.

Les calculs de corrélation ont une valeur évidemment démonstrative par rapport à l'échantillon que l'on va choisir. Il faut observer sur une période donnée, en tenant compte des mêmes facteurs macroéconomiques et sectoriels, les titres d'émetteurs par rapport à celui qui a été affecté par une information défailante, et l'on va pouvoir utiliser cet indice pour faire les calculs.

On passe alors à l'étape n°4. Je ne rentrerai pas dans le détail des modèles, mais on va ici identifier ce que l'on appelle des rendements¹ anormaux.

Je vais m'arrêter un instant sur cette étape. Je vous ai dit tout à l'heure que la simple observation de l'évolution du cours en « valeur absolue » d'un émetteur n'est pas suffisante en soi, parce que le cours est volatil et qu'il est susceptible de réagir à tout type d'événement. Si l'on cherche à mesurer un phénomène consécutif à une information biaisée sur un émetteur, alors même que ce jour-là les marchés chutent ou montent de façon spectaculaire, pour des raisons propres au secteur ou d'une manière générale à des phénomènes de marché, il est évident que le cours de bourse ne sera pas un indicateur pertinent pour faire une telle analyse.

Pour mesurer les conséquences d'un événement donné, on va chercher à mesurer un rendement dit « anormal ». On observe le rendement attendu d'un panier de valeurs comparables à travers l'évolution de l'indice correspondant et on le compare à celui du cours réel de l'émetteur observé. S'il existe aussi un décalage dans l'évolution du titre, on fait apparaître un rendement anormal de l'émetteur, qui peut être ramené à un événement propre à l'émetteur observé. Si l'on sait croiser ce résultat observé avec un événement sur son information financière, on pourra rattacher les deux observations. En sens « inverse », on peut regarder directement sur des données horodatées, l'incidence en valeur absolue qu'a pu avoir une information donnée ou

¹ « Le rendement ou « return » d'un titre exprime l'évolution du cours de bourse et le montant du dividende.

révélée au moment où elle a lieu. S'il est constaté en même temps un rendement anormal, le rattachement de celui-ci à l'événement est alors établi.

Parfois la chute du cours de bourse est facilement rattachable à un événement d'annonce : quand EADS a annoncé en octobre 2008 les retards pris sur l'A380, son cours de bourse a chuté de 30 % en séance. Cet événement ce jour-là pouvait être mesuré, mais on aurait pu imaginer que Boeing, le même jour, pour des raisons propres au secteur, et non propres à EADS, chute dans des proportions également importantes. Le pourcentage de 30 % en tant que tel ne signifie rien. Il faut regarder si, dépollué des phénomènes de marché et macroéconomiques, l'émetteur en question a encouru un rendement anormal. De façon purement théorique si le cours de Boeing ce même jour avait chuté de 28 %, le rendement anormal n'aurait été que de 2 %. Je précise ici que le dossier EADS n'a pas été un dossier de contentieux, sur l'information financière de l'émetteur.

Pour le chiffrage d'un préjudice, si le rendement anormal est de 2 % du cours de bourse du titre à l'entrée de la période grise que j'évoquais tout à l'heure, alors il sera considéré qu'en valeur absolue le cours du titre de l'action a été affecté de ce montant pendant toute la période grise. On peut donc calculer un préjudice à partir de ces données de rendement anormal.

Je ne vais pas entrer dans les modèles économétriques ; ce n'est pas l'objet aujourd'hui. Il existe des modèles qui correspondent à plusieurs variables. Comme je vous le disais tout à l'heure, un indice trop général ne permettra pas de titrer des conclusions spécifiques sur un émetteur, car des phénomènes du secteur observé peuvent créer des rendements anormaux par rapport à l'indice général. Un indice sectoriel est plus pertinent, mais il faudra plutôt suivre des modèles de paniers de valeurs très spécifiques, les plus comparables possibles à l'émetteur observé, pour faire apparaître un rendement anormal significatif.

De même, des modèles intègrent des volatilités évolutives au cours de la période grise, ce qui permet de mesurer encore plus finement l'incidence du rendement anormal recherchée. Par ailleurs, comme je l'évoquais tout à l'heure, il faut croiser avec des données horodatées sur des événements datés. Cela permet de savoir dans l'absolu, quand une information a été donnée au marché, en quoi elle a eu une incidence en termes de volatilité immédiate sur le cours. Cela peut être un indice par rapport à l'analyse de la période grise et les rendements anormaux que j'évoquais à l'instant.

Pardon d'être allé peut-être un peu vite et de n'être pas assez entré dans le détail. Je passe volontiers la parole à Sophie Baranger, qui va nous dire l'aide que l'AMF peut apporter, notamment dans le cadre de l'identification des manquements qui peuvent servir à la qualification de fautes et donc à définir la période grise que j'évoquais à l'instant.

La position de l'AMF sur les comportements fautifs

Madame Sophie BARANGER

Secrétaire générale adjointe à la Direction des enquêtes et des contrôles de l'AMF

Comme vous le savez, l'AMF ne se prononce pas sur l'indemnisation en tant que telle. Elle reste du ressort du juge judiciaire, même si on a pu voir dans certains écrits des idées de transformation de l'AMF en tribunal des marchés financiers. En tout cas, lors des derniers débats précis que j'ai pu entendre sur des évolutions possibles, il n'en était pas question. Pour autant, même si les contentieux devant l'AMF et en matière de préjudices sont bel et bien séparés, il peut néanmoins exister une interaction très nette entre ces deux sujets, en particulier si une faute est identifiée à l'occasion d'une décision que la Commission des sanctions aurait prise en constatant un manquement caractérisé. Cette décision de la commission des sanctions pourrait être une analyse utile, en tout cas pour le juge, pour établir la faute et son étendue. Ensuite, le juge pourra le cas échéant, en s'entourant d'experts, évaluer le préjudice, comme l'a mentionné M. Péronnet, et faire le lien entre le préjudice et la faute, comme cela a été développé par Julie Klein tout à l'heure.

Je vais regrouper mon intervention rapidement, parce qu'il ne reste plus beaucoup de temps, autour de trois sujets. Je vais tout d'abord essayer de balayer les principaux manquements qui sont susceptibles de donner lieu à un préjudice, pour finalement me concentrer essentiellement sur la déficience d'information puisque c'est le cœur des travaux des juristes. Je tenterai dans un deuxième temps d'évoquer comment on approche la notion de période grise dans un certain nombre de cas de figure ainsi que les exceptions qui sont d'ores et déjà dans les textes, pour terminer sur l'action concrète que l'AMF peut effectuer en matière d'indemnisation des préjudices et la façon dont elle peut aider.

Concernant tout d'abord les différents manquements qui seraient susceptibles de donner lieu à indemnisation, je ne vais surtout pas les passer en revue car leur nombre est important. Les manquements les plus graves sont traditionnellement les trois manquements qui constituent des abus de marché, qui sont d'ailleurs susceptibles de constituer des délits. Il s'agit des manquements d'initiés, de la manipulation de cours, et enfin de la diffusion d'informations fausses.

J'évacuerai assez rapidement le premier point (le manquement d'initiés). Le fait qu'un initié utilise une information pour agir et intervenir sur le marché n'a en général pas beaucoup d'impact sur le prix, ou même s'il en a un, certains universitaires disent qu'en fait les initiés font, lorsqu'ils interviennent, converger le prix de façon anticipée vers le juste prix et finalement ont une vertu peut-être plutôt positive à cet égard. C'est une accélération vers le juste prix. C'est une thèse que je vous soumetts ici, qui n'est évidemment pas celle retenue en matière de qualification de manquement d'initié. Le manquement d'initié nous paraît particulièrement préjudiciable de façon globale puisqu'il y a rupture de l'égalité entre différents intervenants du marché.

Le deuxième type d'abus de marché est la manipulation de cours. On voit très bien que ce concept peut entraîner un préjudice important si un intervenant a décidé d'investir au moment où le cours a été manipulé à la hausse ou à la baisse. Il a pu prendre cette décision sans avoir toutes les informations entre ses mains pour bien juger justement du prix, et très concrètement il peut y avoir préjudice. Néanmoins, sauf erreur de ma part, je n'ai pas vu beaucoup d'affaires au civil liées à la manipulation de cours. C'est peut-être dû au fait que peu d'affaires de ce type sont portées devant la Commission des sanctions.

Le manquement de diffusion de fausses informations représente vraiment le cœur des dix propositions du Club des juristes. Effectivement, la diffusion de fausses informations peut porter un préjudice à un intervenant, qui ne serait pas venu sur le marché avec tous les éléments en main.

On parle du Livre 6 pour la diffusion de fausses informations mais la qualité de l'information est aussi couverte par un autre livre du règlement général de l'AMF, le Livre 2. Il évoque des manquements possibles à la qualité de l'information, celle-ci devant être exacte, précise et sincère, et une information privilégiée devant être diffusée sans délai. Ce type de manquements en termes d'information peut là aussi être susceptible de nourrir un contentieux en matière d'indemnisations.

En particulier, la jurisprudence est très importante en matière d'exigence d'informations exactes, précises et sincères. Le niveau d'exigence posé par la Commission des sanctions en matière d'informations que doit publier l'émetteur est assez haut.

Je voudrais revenir sur la notion de période grise. Elle concerne l'obligation de délivrer au public une information privilégiée dès que celle-ci existe. Cette exigence

a une importance tout à fait particulière, notamment dans l'appréciation de la durée du manquement, c'est-à-dire celle pendant laquelle l'information n'aura pas été d'une qualité suffisante. Elle est tout à fait importante pour déterminer à la fois le calcul du préjudice sur une période définie et identifier les investisseurs potentiels qui peuvent être reconnus par rapport à ladite période.

Ce qui peut être intéressant c'est qu'en fonction de la typologie de l'information les points de départ et de fin de cette période grise peuvent être plus ou moins simples à déterminer. Comme cela a été indiqué tout à l'heure, lorsqu'une information erronée est diffusée, c'est le point de départ de cette période, la fin du manquement intervenant lorsque l'émetteur corrige cette information et rend publiques des données qui dissipent et clarifient tout doute sur le sujet qui faisait grief.

En revanche, le sujet est beaucoup plus délicat quand il s'agit de mensonges dits par omission, l'émetteur n'ayant pas diffusé d'informations alors qu'il aurait dû le faire parce qu'il était en possession d'une information privilégiée. C'est un manquement directement visé par le règlement général de l'AMF, la difficulté étant de savoir à partir de quand une information est privilégiée. Le règlement général est assez précis en la matière puisqu'il définit trois conditions pour qu'une information le soit : elle doit être suffisamment précise, elle ne doit pas être connue du public, et elle doit être susceptible d'avoir un impact sur le coût.

Le critère de précision, qui correspond à la première condition, est en général celui qui pose le plus de difficultés. A partir de quand estime-t-on qu'une information est précise ? Cela peut ne pas être forcément évident. Il existe différents cas de figure. Cela peut concerner par exemple une opération d'acquisition. Les textes et la jurisprudence stipulent qu'une l'opération d'acquisition menée par exemple par un émetteur n'a pas forcément besoin d'être totalement certaine. Le processus d'acquisition doit en revanche être suffisamment abouti pour qu'elle ait des chances sérieuses d'aboutir.

Un événement particulier peut aussi être défini comme une information privilégiée. Par exemple, la place de Paris est très active dans l'industrie pharmaceutique, une bonne ou une mauvaise nouvelle en matière d'autorisation de mise sur le marché d'une molécule pouvant constituer une information susceptible de revêtir un caractère privilégié. Par ailleurs, des ruptures de contrats peuvent être particulièrement importantes et être également susceptibles d'avoir un impact important sur le cours, ainsi que -ce sont des exemples qui proviennent de la

Commission des sanctions et que je reprends- l'annulation de la cession d'une activité qui était assez importante pour l'émetteur. Dès lors qu'elle a été annoncée et que finalement elle n'a pas lieu, cette annulation peut avoir un impact significatif sur le cours.

Ce que nous dit très concrètement la Commission des sanctions est qu'il faut tenir compte en matière d'information privilégiée de typologies d'événements et de données financières. Je suis devant un parterre d'experts en matière financière : par exemple, si un émetteur annonce des prévisions de résultat qui finalement ne sont pas tenues, dès lors qu'il a connaissance que les informations qu'il détient rendent le respect de celles-ci impossible ou quasiment impossible, elles doivent être révélées dans les meilleurs délais. D'ailleurs, une décision tout à fait récente sur le sujet est intervenue le 18 décembre 2014. La Commission des sanctions a retenu le fait que dès qu'en interne une société a connaissance que ses prévisions ne pourront pas être tenues, elle doit la rendre publique dès que le Comité exécutif a acté l'existence de cette information.

Ce n'est pas un sujet simple. La détermination de la date à partir de laquelle une information privilégiée doit être communiquée n'est pas forcément tout à fait normée. D'ailleurs, lorsque des griefs sont notifiés sur ce sujet, en général on ne s'enferme pas dans une seule date. On ne dit pas de façon systématique que c'est à telle date que l'information devait être publiée. On retient en général des fourchettes relativement étroites et l'on dit que c'était au plus tôt et au plus tard, entre telle et telle date, que l'information aurait dû être rendue publique, et la Commission des sanctions retient une date plus précise à l'intérieur de la période déterminée au moment de l'accusation.

Un point sur lequel je voudrais revenir aussi, pour compliquer un peu le sujet, qui n'est déjà pas simple en soi, c'est qu'en plus le mensonge par omission est excusé dans certaines circonstances. Ce sont des situations rares, dans lesquelles un émetteur peut, pour la sauvegarde de ses intérêts propres, ne pas diffuser une telle information. C'est nécessairement très ponctuel et très limité. D'ailleurs, les textes prévoient que cette limitation intervient uniquement lorsque trois conditions sont satisfaites. Tout d'abord, l'émetteur doit avoir démontré que sa situation financière était gravement menacée par la révélation de cette information. Ensuite, il faut que cette non-information ne risque pas d'induire le public en erreur. Enfin, il faut que des mesures aient été prises en interne pour assurer la confidentialité de

l'information. En effet, si des informations commencent à filtrer dans le marché, la situation de confidentialité n'est pas maintenue.

Par exemple, les négociations avec des banques ou des créanciers lorsqu'une société est en redressement, sont des éléments qui sont reconnus par la jurisprudence comme excusant le fait que le marché soit en déficience temporaire d'informations et que leur publication puisse être repoussée.

Je vais très vite aller au dernier point pour laisser la place au Président Tricot. Tout d'abord, je voudrais souligner que l'AMF a inscrit dans son plan stratégique 2013-2016 l'indemnisation et la réparation des préjudices comme un élément clef et prioritaire. Différents moyens pour agir à cet égard ont été identifiés dans le plan stratégique, comme par exemple le fait de considérer que dans un rapport de contrôle ou d'enquête, lorsqu'un préjudice a été identifié, une partie des développements lui soit consacrée pour pouvoir être utilisés par la suite. Par ailleurs, vous savez certainement que l'AMF a la possibilité en cas de notification de grief d'assortir celle-ci d'un accord de proposition administrative qui consiste en général dans une indemnisation à verser au Trésor, avec le cas échéant des engagements de faire, parmi lesquels la réparation d'un préjudice qui aura été identifié.

Enfin, la Commission des sanctions a déjà dans le passé utilisé le fait qu'il y ait eu ou non indemnisation des préjudices dans la rédaction de sa décision. D'ailleurs, une décision rendue le 21 septembre 2012 fait explicitement référence à une indemnisation de plus de 2 M€ qui avait été versée à des clients lésés. La Commission des sanctions en a tenu compte pour déterminer son *quantum* de sanction. Par ailleurs, elle a dans plusieurs cas motivé sa décision en actant une absence de préjudice identifié, ce qui a pu la conduire à alléger le *quantum* de sanction.

Voilà ce que je voulais indiquer concernant les leviers possibles pour l'AMF.

Le dernier point que je voudrais souligner, qui n'est pas des moindres, c'est la coopération que les textes rendent possible avec le juge judiciaire, notamment au civil. En effet, la loi de 2014 ouvre la possibilité pour l'AMF de transmettre aux juges civils qui en font la demande tout rapport d'enquête, de contrôle ou toute pièce qui pourrait être utile, dans le cadre d'un tel contentieux. C'est un point tout à fait important dans la mesure où auparavant nous n'avions pas la possibilité de transmettre nos rapports aux juges civils. Nous le faisons vis-à-vis du pénal jusqu'à

présent puisque, dès lors que nous notifions des griefs susceptibles de constituer un délit, nous avons l'obligation de l'informer et de lui transmettre le dossier.

Un autre point que je voudrais souligner par rapport aux évolutions futures, qui pourraient peut-être aider là aussi dans le cadre d'indemnisations, c'est le fait que nous avons le projet d'élargir la proposition administrative que j'évoquais tout à l'heure, qui existe actuellement uniquement pour les professionnels régulés par l'AMF ; cela exclut les sociétés cotées qui émettent des titres. Nous avons le projet de l'étendre à tous les manquements, sauf ceux du Livre 6 qui revêtent une gravité particulière et qui sont susceptibles de constituer des délits.

Les éléments que j'ai évoqués tout à l'heure sur l'information exacte, précise et sincère ou l'information privilégiée à donner à tel ou tel moment, correspondent à des manquements qui pourront, si nous sommes suivis par les parlementaires, donner lieu à des propositions de compositions administratives assorties peut-être d'engagements de faire sous la forme d'indemnisations des préjudices qui auront été identifiés.

La position du magistrat et les difficultés inhérentes à la problématique de l'indemnisation de l'investisseur

Monsieur Daniel TRICOT

Président honoraire de la chambre commerciale financière et économique de la Cour de cassation

Je vais vous provoquer puisqu'il faut maintenant passer au stade des travaux pratiques. Quelle est la démarche de cette commission de travail ? C'est une commission d'ailleurs très intéressante, ne serait-ce que parce qu'elle a compté deux beaux présidents, avec des personnes de formation très différente puisqu'André Lévy-Lang² et moi-même avons présidé ensemble. J'ai beaucoup appris de lui et il a peut-être un peu appris de moi. J'ai beaucoup appris de Julie Klein, qui a été rapporteur, de Jérôme Chacornac, qui était le Secrétaire de la commission, et de tous les membres de cette dernière, dont certains sont là.

Il a été dit dans la proposition n°2 que l'on allait étudier le préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées, et dans la proposition n°1 que l'on allait essayer de réfléchir ensemble à une méthode, mais avant d'en arriver là il a été précisé que des préjudices ne sont pas indemnifiables et que ce n'est même pas la peine d'en parler. Il s'agit du préjudice de conservation, qui fait l'objet de la proposition n°4, et du préjudice de non-acquisition. Vous trouverez dans notre rapport en page 61 les cas qui donnent lieu à l'indemnisation de préjudices et en page 62 ceux dont ce n'est pas le cas. Il se trouve que malgré tout le soin apporté à ce travail, le malin s'est *in fine* introduit et a glissé une coquille. Je ne vous dirai pas où elle est -en page 61 ou 62-, mais quand vous l'aurez trouvée cela voudra dire que vous avez compris notre méthode ! C'est fait exprès.

Nous sommes tous d'accord sur le fait que la perte de chance est quand même une méthode un peu paresseuse. Vous allez dire que c'est un juge qui insulte les juges, mais pas du tout ; vous allez voir. Le juge utilise la perte de chance quand il n'a rien d'autre à se mettre sous la dent, parce que les parties ne lui ont pas donné d'autre grain à moudre. C'est dans certains cas extrêmement pertinent. Je pense à une affaire qui va devenir célèbre en septembre quand la cour d'appel de Paris va

² Ancien président du directoire de Paribas, professeur émérite à l'université Paris-Dauphine.

apprécier sur le fond l'annulation d'une sentence récente. Ce sera passionnant, et il s'agira bien de la perte de chance.

On explique que l'on peut utiliser la perte de chance -c'est la proposition n°3- si l'on a entendu une annonce qui s'est révélée fausse par la suite et qu'au lieu de faire un bel investissement on en a fait un autre, qui manque de chance était le mauvais puisque l'information était fausse.

Une fois le terrain bien balisé, comment faire pour calculer le préjudice, le rechercher, etc. ? C'est franchement très difficile. Une fois que l'on sait dans quel domaine on est, au moins deux démarches sont à avoir. La première est de rechercher la période grise (en existe-t-il une ou non ? C'est une condition *sine qua non*). Par ailleurs, si c'est le cas, il faut rechercher le préjudice subi par l'investisseur.

En toute logique -c'est la proposition n°5-, que l'investisseur soit la veuve de Carpentras ou un trader, cela n'a aucune importance. Dès lors qu'il ne pouvait pas savoir que l'information était fausse, il est soumis comme tout le monde aux lois du marché.

On est maintenant au pied du mur et je voudrais vous proposer de faire une analogie parce qu'elle me frappe depuis des années. Je me dis depuis quinze ou vingt ans qu'en France il existe vraiment une carence en termes de communication.

Un très bon observateur, avocat de la vie des affaires, m'a dit en lisant le rapport : « *C'est bien mais c'est un peu pro américain* ». Il est vrai que la méthode donnée est observée aux Etats-Unis, et que c'est un peu énervant car ce sont toujours eux qui nous apportent des nouveautés, comme le crédit-bail, la franchise, la gouvernance et la conformité. Cela vient de chez eux, non de chez nous. On se dit que nous pourrions peut-être être aussi intelligents, et c'est là le problème : nous allons l'être mais il faut que nous nous rassemblions pour cela.

Comme expliqué dans le rapport, nous avons par rapport à la période grise franchement besoin de l'AMF. Il s'agit de sociétés cotées, donc il faut que l'AMF se mette à la disposition du marché en général, non pas pour indemniser les victimes mais pour nous aider à définir s'il existe une période grise et quels sont le début et la fin de celle-ci.

Quand période grise il y a, quelle doit être l'indemnisation du préjudice que les investisseurs ont subi, dans toutes les limites que je viens d'indiquer ? Mon grand

regret est que l'on sait parfaitement évaluer, méthodiquement, le préjudice subi par une personne physique qui a été l'objet de blessures, de mauvais traitements, etc. (ITT, ITP, préjudice moral, préjudice esthétique, etc.). La Cour de cassation intervient et le définit. En revanche, on ne sait pas le faire quand il s'agit de préjudices subis par une entreprise. Tous les juges de cette maison, comme tous les juges en France, vous diront qu'en matière d'expertises les dossiers sont vides. Quand il s'agit d'indemniser une concurrence déloyale, à supposer que la déloyauté soit établie, on ne sait pas le faire.

Il faut être clair : si les parties ne donnent pas au juge des instruments précis d'évaluation de ce préjudice, ce n'est pas lui qui va les trouver, et pour un certain nombre de raisons. Tout d'abord, il ne sait pas le faire parce qu'il n'est pas omniscient, et surtout il n'a pas le droit de les trouver, parce que s'il les trouve seul il va alors devenir conseil des parties et statuer *ultra petita*. Ce n'est pas son travail, il n'a pas le droit de le faire.

Comme cela vous a été très bien expliqué, il y a des étapes, et des réflexions sont menées. Il faut faire des études d'événements. C'est très fin mais ce n'est quand même pas très compliqué puisque l'on n'a pas à tenir compte de la personnalité de l'investisseur pour déterminer l'existence d'un rendement anormal. Quand on est malin et intelligent, on sait dire au jour le jour quelle est la variation anormale du cours par rapport à ce qu'il aurait dû se passer.

Je sais bien -je ne rêve pas !- que tout cela est tout de même un peu approximatif, mais néanmoins on peut s'entendre sur une méthode. Cependant, pour ce faire -c'est le sens de mon propos de ce soir-, il faut que le chiffre et le droit collaborent. Il faut réunir des avocats, des juristes d'entreprise, des experts-comptables, des commissaires aux comptes, bien sûr des personnes de l'AMF, des juges, des parquetiers et des universitaires. On sait le faire. A la Cour de cassation, des séminaires ouverts ou fermés étaient organisés, parfois même pendant deux semaines, pour étudier des thèmes liés à la concurrence et se former sur ces derniers, à une condition : ne pas parler des affaires en cours.

Je vous propose donc d'organiser un colloque fort intéressant, pour dire que nous devons nous prendre par la main. Ce qui vient d'être dit par Olivier Péronnet était vraiment passionnant, et nous sommes capables de comprendre tous ensemble les étapes. Même si vous, experts, vous savez conduire la chose, il serait bien que les

juristes soient capables de comprendre, de critiquer, voire de corriger, et que nous établissions ensemble une méthode.

Je veux souligner que ce rapport est en fait un appel, pour qu'en France, selon une méthode... Vous aurez d'ailleurs observé que dans la proposition n°6 nous avons été prudents. La commission propose de recourir à des méthodes statistiques appropriées, au premier rang desquelles figurent les études d'événements. Je ne sais pas s'il y en a d'autres ; je ne suis pas capable de le découvrir. Je suis capable de comprendre si on me l'explique et même, comme nous tous, de dire que cela est mieux, moins bien, plus adapté, que cela pourrait s'enrichir, que l'on peut combiner des méthodes, etc. Nous sommes capables de le faire, mais encore faudrait-il qu'un jour nous nous prenions tous par la main pour dire : « *Voilà comment nous allons évaluer le préjudice* ». Il s'agit en l'occurrence non pas d'entreprises mais d'investisseurs, mais il existe une corrélation très forte et je pense qu'en s'enrichissant dans ce domaine nous nous enrichirons également dans d'autres.

Le reste en découle. Il est évident que dans ce domaine il faut nécessairement qu'une chambre soit spécialisée -parce que l'on ne va pas demander à tous les juges et procureurs de France d'être pointus dans ce domaine- dans le Tribunal de grande instance ou de commerce. Prudemment, nous n'avons pas pris parti mais c'est écrit. Il faut évidemment que nous puissions avoir recours à la médiation et à la transaction en fin de médiation et travailler en lien d'expertise avec l'AMF sur la définition de la période grise. Il faut que nous soyons en mesure de nous former, et ce tous ensemble.

J'ai un rêve, mais qui pourrait se réaliser dans deux ou trois ans : que nous suivions tous ensemble une formation pour établir ensemble, à partir de cas concrets, une ou des méthodes, ou des combinaisons de méthodes adaptées. Nous pourrions ainsi forger une approche précise, juste, équitable, techniquement acceptable, aussi dissuasive et constructive que possible, qui nous permettra d'évaluer la perte de chances véritablement et non à la louche, en se disant que 10 € pour chacun suffiront bien. Non ! « Vous avez acheté et revendu à telle date ? De toute façon, vous êtes hors du coup (page 62), ou dans le coup (page 61). Voilà le préjudice que l'on peut évaluer pour vous », avec une méthode qui est la même pour tout le monde parce que c'est jour par jour au cours de la période grise que l'on peut dire quel aurait été le cours normal.

Je veux faire un appel à une coordination efficace, utile et fructueuse pour avancer dans la question complètement méconnue de l'évaluation du préjudice d'une entreprise. Il s'agit ici du préjudice du marché, ce qui est assez lié, donc de celui de l'investisseur. Gens du chiffre et gens du droit, unissez-vous !

COMPAGNIE NATIONALE DES EXPERTS-COMPTABLES DE JUSTICE
PRÉCÉDENTS COLLOQUES DE LA SECTION PARIS-VERSAILLES

- 2014** La posture de l'expert dans sa communication avec les parties (TGI de Paris 31 mars 2014)³
- 2012** Le rapport de l'expert-comptable de justice (TC de Paris 12 novembre 2012)
- 2011** L'expert-comptable de justice et le juge (TGI de Paris 14 novembre 2011)
- 2010** Les relations entre l'expert-comptable de justice et l'avocat (TC de Paris 15 novembre 2010)
- 2009** L'approche de la valeur dans un contexte de crise (TC de Paris 16 novembre 2009)
- 2008** Des cas particuliers d'achèvement de l'expertise : dépôt d'un rapport en l'état, conciliation des parties, remplacement de l'expert ... (TC de Paris 2 décembre 2008)⁴
- 2007** Collège d'experts ou sapiteur (TC de Paris 11 décembre 2007)⁴
- 2006** Préjudices économiques et pertes d'exploitation (TC de Paris 5 décembre 2006)
- 2005** Des cas particuliers d'achèvement de l'expertise : dépôt d'un rapport en l'état, conciliation des parties, remplacement de l'expert ... (Cour d'appel de Paris 1^{er} décembre 2005)
- 2004** Les attentes de la justice et les apports des experts-comptables judiciaires en matière de difficulté des entreprises (TC de Nanterre 1^{er} décembre 2004)
- 2003** Les experts-comptables judiciaires dans leurs missions contractuelles avec les parties (TGI de Paris 3 décembre 2003)
- 2002** La dimension économique de l'expertise judiciaire et divers autres thèmes (Cour d'appel de Versailles 6 décembre 2002)
- 2000** Le rapport d'expertise (Cour d'appel de Versailles 6 décembre 2000)
- 1998** L'élément comptable dans la banqueroute (Cour d'appel de Paris 12 mai 1998)
- 1997** Le rôle de l'expertise et de l'expert-comptable judiciaire dans quelques droits nationaux européens et dans le droit communautaire (TC de Paris 3 décembre 1997)
- 1996** La recherche des responsabilités dans les défaillances d'entreprises : désignation et missions de l'expert-comptable judiciaire (Cour de cassation 5 décembre 1996)
- 1995** L'évaluation des préjudices en matière de contrefaçon (TC de Paris 5 décembre 1995)
- 1994** L'évaluation du préjudice (TC de Paris 14 décembre 1994)
- 1993** Le contradictoire en matière pénale (6 décembre 1993)
- 1992** L'article 278 du nouveau code de procédure civile (3 décembre 1992)
- 1990** Difficultés de l'expertise comptable en matière pénale (4 décembre 1990)
- 1989** L'expertise judiciaire : activité ou profession ? (5 décembre 1989)
- 1988** Le principe de la contradiction en matière civile (7 décembre 1988)
- 1987** Peut-on réduire la durée de l'expertise judiciaire ? (30 décembre 1987)

NB : Les plaquettes des colloques des années 2005 et suivantes sont téléchargeables à partir du site Internet de la Compagnie (<http://www.expertcomptablejudiciaire.org>)

³ En partenariat avec la Compagnie des experts en Communication, Culture et Médias

⁴ En partenariat avec la Compagnie des Ingénieurs Experts et la Compagnie des Experts Architectes

Dans le prolongement des propositions émises par le Club des juristes en 2014 pour un meilleur traitement contentieux des demandes d'indemnisation des préjudices subis par les actionnaires de sociétés cotées les experts-comptables de justice de la Section Paris-Versailles ont repris ce thème pour leur colloque annuel organisé dans la grande salle d'audience du tribunal de commerce de Paris.

Les réflexions ont notamment porté sur l'écueil que représente la notion de perte de chance comme point d'ancrage du raisonnement des magistrats, ainsi que sur les méthodologies d'évaluation.

Les contributions se sont également attachées à éclairer les traitements, par le régulateur boursier, des comportements fautifs – avec une préoccupation particulière pour l'actionnaire minoritaire - et à évoquer le cas de la société non cotée dans l'actualité jurisprudentielle.

Ce colloque met en lumière les apports de l'expertise de justice dans le débat complexe sur la réalité et l'étendue des préjudices subis par les investisseurs.



De gauche à droite et de haut en bas :
M. Frank Gentin, M. Patrick Le Teuff, Mme Sophie Baranger, M Daniel Tricot,
Mme Dominique Mahias, Me Christophe Perchet, Mme Julie Klein, M. Olivier Péronnet.