

« La responsabilité civile à l'épreuve du droit des marchés financiers »

« Civil Liability in the Context of Financial Markets Law »

BOUKHARI Bilal

Docteur en Droit Privé

Boukharii.bilal@gmail.com

Résumé :

La protection de l'investisseur dans le marché financier marocain ne repose pas seulement sur la mise à sa disposition d'une information sincère, exacte et claire, ainsi que la surveillance de celle-ci mais également la réparation de tout dommage subi à l'occasion des opérations réalisées sur le marché financier. A cet égard, le recours à l'indemnisation constitue un moyen efficace pour engager la responsabilité civile de l'émetteur fautif. Toutefois, l'analyse révèle que la mise en œuvre de cette responsabilité demeure particulièrement très délicate en raison des difficultés liées à l'établissement des conditions classiques de la responsabilité notamment : la faute, le dommage et le lien de causalité.

Mots-clés : Protection, marché financier, préjudice, réparation, investisseur.

Abstract:

Investor protection in the Moroccan financial market does not rely solely on providing investors with accurate, clear, and reliable information, as well as ensuring the supervision of such information, but also on the compensation of any damage suffered in connection with transactions carried out on the financial market. In this regard, compensation constitutes an effective means of engaging the civil liability of the defaulting issuer. However, the analysis reveals that the implementation of such liability remains particularly difficult due to the challenges associated with establishing the traditional requirements of civil liability, namely fault, damage, and causation.

Keywords: Protection, financial market, damage, compensation, investor.

En droit des marchés financiers, « une information déséquilibrée et un manque de transparence [sont] de nature à compromettre le fonctionnement des marchés et surtout à causer un préjudice aux consommateurs et aux petits investisseurs »⁴⁰²⁹. Dans ce sens, une étude a montré que toutes les catégories d'investisseurs, qu'ils soient qualifiés ou non, choisissent pour investir les places financières offrant plus de réparation⁴⁰³⁰.

Par ailleurs, la question de la réparation des préjudices boursiers soulève de nombreuses interrogations quant aux mécanismes de sa mise en œuvre⁴⁰³¹. A cet égard, le professeur PIETRANCOSTA avance que, « l'intérêt général prime l'intérêt particulier », et que « l'impératif répressif occulte et finalement écrase l'impératif indemnitaire »⁴⁰³².

⁴⁰²⁹ D. MARTIN ; E. DEZEUZE ; F. BOUAZIZ. Les abus de marché, Les abus de marché, 2ème édition, LexisNexis, Paris, 2021. p. 270.

⁴⁰³⁰ C. ARSOUEZ et P. LEDOUX, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », BJB, juillet 2006, n°4, p. 399 ; L. VALANCE, L'indemnisation des victimes d'infractions boursières, Mémoire, Université du Panthéon-Assas (Paris II), 2007, p. 10.

⁴⁰³¹ A. NDIAYE, Recherche sur la sécurisation des marchés financiers dans l'espace OHADA, Thèse de doctorat, Université de Marseille, 2018, p. 304 ; J. CHACORNAC, Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers, Thèse de doctorat, Université Paris II, 2012, p. 505.

⁴⁰³² A. PIETRANCOSTA, « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », RTDF n° 3, 2007, p. 21. En ce sens, l'affirmation couramment citée pour rendre compte de « l'approche particulière de la morale boursière par le législateur », selon laquelle « l'objectif est patent : protéger l'activité et non les acteurs ; l'investissement et non les investisseurs ; l'épargne et non les épargnants », C. SONNTAG, « Préjudices et sanctions des infractions d'initiés : approche juridique et économique », in L'organisation des dispositifs spécialisés de lutte contre la criminalité économique

Or, la mise en œuvre de la demande de réparation nécessite un préjudice boursier avéré⁴⁰³³ portant atteinte au bon fonctionnement du marché financier⁴⁰³⁴. Par définition, le préjudice boursier est « *un dommage subi par une personne qui détient ou aurait dû détenir un titre financier admis à la négociation sur un marché réglementé ou inscrit sur un système multilatéral de négociation organisé* »⁴⁰³⁵.

Afin d'éviter la survenance de tout dommage, la loi impose aux émetteurs de communiquer au marché et aux investisseurs des informations précises, exactes et sincères⁴⁰³⁶. Toute violation de cette obligation constitue une faute de l'émetteur engageant sa responsabilité civile contractuelle (l'inexécution de l'obligation d'information)⁴⁰³⁷ ou délictuelle (la diffusion d'une information fautive ou trompeuse, l'exploitation d'une information privilégiée ou la manipulation des cours)⁴⁰³⁸. Dans un tel cas, l'émetteur ne peut pas se délier de sa responsabilité pour motif que les fautes proviennent des dirigeants dans la mesure où ceux-ci sont ses mandataires. La société est en effet civilement responsable des infractions commises par ses dirigeants dans le cadre de leur fonction⁴⁰³⁹. Cependant, l'investisseur se trouve confronté à de multiples obstacles empêchant la recherche de la responsabilité civile des acteurs sur les marchés financiers, qu'il s'agisse des émetteurs ou de leurs dirigeants⁴⁰⁴⁰. En effet, la responsabilité civile des intervenants sur le marché demeure très difficile à engager soit devant le juge civil ou devant les juridictions répressives⁴⁰⁴¹ en rendant le procès judiciaire mené par l'investisseur victime d'une infraction boursière en parcours du « *combattant* »⁴⁰⁴². Elle reste soumise aux règles du droit commun de la responsabilité civile telles qu'elles sont prévues par le Dahir des Obligations et des Contrats⁴⁰⁴³. De ce fait, toute personne victime d'une infraction boursière ou créancier d'une obligation contractuelle pourra obtenir la réparation du préjudice qu'elle a subi en se fondant sur le principe de la responsabilité juridique défini comme l'obligation « *de répondre d'un dommage devant la justice et d'en assumer les conséquences civiles, pénales et disciplinaires* »⁴⁰⁴⁴. Toutefois, la mise en œuvre des éléments de la responsabilité civile pour l'investisseur demeure très délicate en raison de la technicité du marché financier. La difficulté envisagée ne concerne pas seulement la faute (I), mais également le préjudice et le lien de causalité (II)

I- Les difficultés d'établissement de la faute par la victime

L'investisseur ne peut réclamer les dommages et intérêts qu'en présence d'une faute commise par l'auteur ou par ses dirigeants ayant conduit à vicier sa décision d'investissement ou de désinvestissement.

et financière en Europe, dir. B. DEFFAINS et F. STASIAK, L.G.D.J., p. 111 ; F. MARTIN LAPRADE, « La politique de sanction du régulateur : répression ou réparation ? », Bull. Joly Bourse n° spécial, déc. 2009, p. 439.

⁴⁰³³ V. SHEYKOVA, Le préjudice financier, Thèse de doctorat, Université de Cergy-Pontoise, 2016, p. 2.

⁴⁰³⁴ A. NDIAYE, Recherche sur la sécurisation des marchés financiers dans l'espace OHADA, op.cit., p. 304.

⁴⁰³⁵ A. PIETRANSCOSTA, « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », op.cit., p.21

⁴⁰³⁶ Comme souligné dans le cadre de la première partie.

⁴⁰³⁷ Art. 263 et suivant du DOC.

⁴⁰³⁸ Art. 77 et suivant du DOC ; D. MARTIN ; E. DEZEUZE ; F. BOUAZIZ. Les abus de marché, op.cit., p. 270.

⁴⁰³⁹ Ibid.

⁴⁰⁴⁰ A. NDIAYE, Recherche sur la sécurisation des marchés financiers dans l'espace OHADA, op.cit., p. 304.

⁴⁰⁴¹ Ibid ; F.-X. BANDOLO, L'investisseur victime d'une infraction boursière, Revue de l'OHADA, 2021, p. 13.

⁴⁰⁴² L. VALANCE, L'indemnisation des victimes d'infractions boursières, op.cit., p. 12.

⁴⁰⁴³ B. EL OUALID, La protection pénale de l'information financière sur le marché boursier marocain, Thèse de doctorat, Cadi-Aayad, Marrakech, 2019, p. 251

⁴⁰⁴⁴ G. CORNU, Vocabulaire juridique.

L'investisseur dispose deux voies pour bénéficier de la réparation : se constituer en tant que partie civile dans un procès pénal ou exercer une action civile (A) dont la preuve de la faute demeure très délicate (B).

A- L'établissement de la faute

Les règles de la responsabilité civile exigent, pour que la personne poursuivie puisse être condamnée, qu'une faute soit caractérisée⁴⁰⁴⁵. Celle-ci réside dans le manquement de l'émetteur à ses obligations légales, réglementaires ou contractuelles⁴⁰⁴⁶.

Le droit marocain n'a pas dressé une liste des actes fautifs⁴⁰⁴⁷. Dans ce sens, Madame la professeure Amina NDIYAE a souligné que « dresser une liste exhaustive de tous les faits et actes constitutifs de fautes boursières est une mission faramineuse »⁴⁰⁴⁸.

Il importe de relever que le droit de l'UMOA⁴⁰⁴⁹, contrairement au droit marocain, a établi une liste indicative des fautes boursières susceptibles de causer des préjudices aux investisseurs. Conformément aux dispositions du règlement général relatif à l'organisation, au fonctionnement et au contrôle du marché financier régional de l'UMOA, « les faits suivants peuvent être poursuivis devant les tribunaux :

- la négociation excessive de valeurs mobilières par rapport aux ressources financières du client ou par rapport au marché existant pour une valeur mobilière donnée,
- l'achat direct ou l'incitation à l'achat en bourse de valeurs mobilières à des prix successivement plus élevés ou la vente de valeurs mobilières à des prix successivement moindres destinée à créer une apparence trompeuse de très forte activité sur ces valeurs mobilières ou à influencer les cours de ces valeurs mobilières, les manœuvres quelconques destinées à influencer les cours des valeurs mobilières en vue d'en retirer un gain ou d'éviter une perte,
- la circulation de fausses rumeurs destinées à affecter les conditions de marchés,
- les avances ou prêts d'argent des structures agréées à des clients contre nantissement corrélatif de valeurs mobilières »⁴⁰⁵⁰.

En effet, la responsabilité de l'émetteur sera engagée lorsque l'émetteur ne fournit pas à l'investisseur une information claire, précise et sincère⁴⁰⁵¹. La faute consiste, par conséquent, en la diffusion d'une information fautive, non sincère et imprécise⁴⁰⁵². Cette dernière peut être constitutive de responsabilité puisqu'elle ne produit pas seulement un effet sur le marché financier, mais également sur l'investisseur. Dans ce sens, la diffusion d'une information fautive a pour effet de vicier le jugement de l'investisseur en lui donnant une image erronée et irréaliste sur la situation de l'émetteur⁴⁰⁵³. Il s'ensuit que la diffusion d'une information fautive, inexacte et non source constitue une faute engageant la responsabilité de l'émetteur. Cette analyse a été retenue par le juge français

⁴⁰⁴⁵ Les articles 77 et 78 du DOC.

⁴⁰⁴⁶ A. COURET ; H. LE NABASQUE ; M-A. COQUELET ; T. GRANIER ; D. PORACCHIA ; A. RAYNOUARD ; A. REYGROBELLET et D. ROBINE, Droit financier, 3^{ème} édition, Dalloz, Paris, 2011.p. 905.

⁴⁰⁴⁷ Elle définit seulement la faute dans l'article 77 du DOC comme étant : « tout fait quelconque de l'homme qui, sans l'autorité de la loi, cause sciemment et volontairement à autrui un dommage matériel ou moral, oblige son auteur à réparer ledit dommage, lorsqu'il est établi que ce fait en est la cause directe »

⁴⁰⁴⁸ A. NDIYAE, Recherche sur la sécurisation des marchés financiers dans l'espace OHADA, op.cit., p. 306.

⁴⁰⁴⁹ L'UMOA désigne l'Union Monétaire Ouest Africaine. Il s'agit d'une organisation internationale créée par le Traité du 14 novembre 1973, qui regroupe plusieurs pays d'Afrique de l'Ouest partageant une monnaie commune : le franc CFA (aujourd'hui appelé franc de la Communauté Financière Africaine).

⁴⁰⁵⁰ Art. 170 du règlement général relatif à l'organisation, au fonctionnement et au contrôle du marché financier régional de l'UMOA.

⁴⁰⁵¹ S. MOUHOUAIN, La protection de l'investisseur sur le marché financier CEMAC, Thèse de doctorat, Université de Yaoundé II, Cameroun, 2019, p. 229.

⁴⁰⁵² Ibid.

⁴⁰⁵³ D. MARTIN ; E. DEZEUZE ; F. BOUAZIZ. Les abus de marché, op.cit., p. 284.

qui soulignait que : « la responsabilité de l'émetteur pouvait être engagée pour manquement aux dispositions du Règlement COB relatif à l'information du public »⁴⁰⁵⁴.

Par conséquent, l'émetteur est présumé fautif⁴⁰⁵⁵ une fois qu'il diffuse une information financière qui ne respecte les exigences de qualités prévues par la loi⁴⁰⁵⁶. De ce fait, l'émetteur doit montrer que la diffusion de l'information financière a été faite en conformité avec les textes en vigueur afin de se délier de la responsabilité⁴⁰⁵⁷.

Dans le cadre de l'intermédiation financière, la loi a mis à la charge de l'intermédiaire financier une obligation d'information vis-à-vis son client. Le non-respect de cette obligation constitue une faute de l'intermédiaire permettant à l'investisseur d'exercer une action en responsabilité civile⁴⁰⁵⁸. Cette situation a été expressément retenue par la jurisprudence française, qui a ordonné la banque de verser une indemnisation en faveur du client pour motif que le dommage subi par le client est le résultat direct du manquement de la banque à son obligation d'information et de conseil⁴⁰⁵⁹. Toutefois, l'intermédiaire financier peut se délier de sa responsabilité civile en insérant, dans le contrat de prestation de service, des clauses limitatives de responsabilité⁴⁰⁶⁰. Ainsi, la responsabilité de l'intermédiaire ne pourrait pas être engagé, même en cas de commission de faute. Néanmoins, la clause limitative de responsabilité n'est pas une cause d'exonération totale, surtout lorsque le bénéficiaire commis une faute lourde ou dolosive⁴⁰⁶¹.

En effet, à deux reprises, la jurisprudence française, a conditionné la mise en œuvre de la responsabilité civile de l'intermédiaire financière, en présence d'une clause limitative de responsabilité, à la commission d'une faute dolosive ou lourde⁴⁰⁶². Par conséquent, une faute simple⁴⁰⁶³ et le statut du client⁴⁰⁶⁴ ne peuvent pas remettre en cause la clause limitative de responsabilité⁴⁰⁶⁵. Cette règle a été clairement consacrée par la jurisprudence française à travers deux décisions.

⁴⁰⁵⁴ Com. , 22 novembre 2005, Banque et Droit, 2006, n° 105, p. 35, obs. H. de VAUPLANE et J.-J. DAIGRE ; RTD com., 2006, p. 445, obs. N. RONTCHEVSKY ; JCP E 2006, n° 1121, p. 139, note . C. DUCOULOUX-FAVARD ; Dr. Et patr. 2006, n° 147, p. 105, obs. A.-C. MULLER.

⁴⁰⁵⁵ S. MOUHOUAIN, La protection de l'investisseur sur le marché financier CEMAC, op.cit., p. 229.

⁴⁰⁵⁶ Art. 4 de la loi n° 44-12.

⁴⁰⁵⁷ S. MOUHOUAIN, La protection de l'investisseur sur le marché financier CEMAC, op.cit., p. 229.

⁴⁰⁵⁸ Com. 28 février 2008, n° 07-10761, Bull. civ. IV, n° 42. Lire notamment, A. REYGROBELLET, « Commercialisation des produits financiers-La réparation et les sanctions », art., préc., p. 1

⁴⁰⁵⁹ CA Versailles, 7 avr. 2011, cité par M. STORCK, « Responsabilité du banquier et FCP », RDBF, mai 2012, comm. 105

⁴⁰⁶⁰ S. MOUHOUAIN, La protection de l'investisseur sur le marché financier CEMAC, op.cit., p. 230.

⁴⁰⁶¹ La faute lourde est un comportement qui s'écarte largement du comportement qu'aurait eu dans les mêmes circonstances le bon père de famille, comportement qui dénote chez son auteur, soit l'extrême sottise, soit l'incurie, soit une grande insouciance à l'égard des dangers que l'on crée. D'après le juge français, c'est la faute qui « confinait au dol, manifeste l'inaptitude de son auteur à assumer la mission dont il s'est chargé ». Quant à la faute dolosive, elle est une faute qui implique la volonté délibérée chez le débiteur de méconnaître son obligation, sans nécessairement causer un dommage. D'après le juge, le débiteur commet une faute dolosive lorsque, de propos délibéré, il refuse à exécuter ses obligations contractuelles, même si ce refus n'est pas dicté par l'intention de nuire. Sur la question, lire Com. 26 février et 25 juin 1985, Bull. civ., IV, n° 82 et 199 ; Com. 3 avr. 1990, Bull. civ., IV, n° 108 ; Com. 28 mai 1991, Bull. civ., IV, n° 193 ; Civ. 1re, 4 février 1969, JCP 1969. II. 16030, note PRIEUR ; D. 1969, p. 601, note J. MAZEAUD ; A. BÉNABENT, Droit civil, Les obligations, 21^{ème} édition, LGDJ, Paris, 2025, p. 296 et s., § 412-1 et s.

⁴⁰⁶² I. RIASSETTO, « L'exonération de la responsabilité des prestataires de service d'investissement », BJB, n° 3, mai 2007. P. 323

⁴⁰⁶³ La faute simple est appréhendée comme une simple imprudence ou négligence qui n'est ni grave, ni légère

⁴⁰⁶⁴ Investisseur profane

⁴⁰⁶⁵ S. MOUHOUAIN, La protection de l'investisseur sur le marché financier CEMAC, op.cit., p. 231.

Dans une décision du 04 novembre 1997, le Tribunal de commerce de Paris a retenu que la clause limitative de responsabilité n'est pas abusive tant que l'obligation qui est à la charge du débiteur une obligation de moyen et pas de résultat⁴⁰⁶⁶.

Dans une autre affaire, le juge français a retenu que, même en présence d'une clause exonératoire de responsabilité, la banque voit sa responsabilité engagée en cas de faute lourde dolosive et doit indemniser le client profane lésé⁴⁰⁶⁷.

Il ressort clairement de ces deux décisions que, dans les contrats de prestations de services, l'investisseur non qualifié est traité de la même manière qu'un investisseur qualifié⁴⁰⁶⁸. Autrement dit, le juge a appliqué rigoureusement les règles du droit commun sans prendre en compte la qualité du client⁴⁰⁶⁹. Une telle situation traduit l'insuffisance des règles du droit commun dans la protection de l'investisseur non qualifié. C'est la raison pour laquelle le législateur et l'autorité du marché doivent intervenir pour annuler les clauses exonératoires de responsabilité dans les contrats dont l'investisseur non qualifié est une partie contractante.

B- La preuve de la faute

En outre, la responsabilité civile suppose la preuve de la faute. En principe, la charge de preuve incombe sur le demandeur⁴⁰⁷⁰. L'établissement de la preuve est subordonné à l'existence d'une action pénale ou une action civile.

En effet, l'investisseur peut se constituer partie civile dans le cadre d'un procès pénal⁴⁰⁷¹ intenté contre l'auteur d'un abus de marché⁴⁰⁷². Par cette voie, l'investisseur victime d'un préjudice résultant d'une infraction boursière peut bénéficier de l'indemnisation à l'occasion d'un délit d'initié, de la manipulation des cours, ou de la diffusion d'une information fausse ou trompeuse⁴⁰⁷³. A cet effet, il pourra agir, soit par plainte avec constitution de partie civile, soit s'adjoindre au ministère public dans une action publique engagée ou à l'AMMC⁴⁰⁷⁴.

⁴⁰⁶⁶ Décision n° 055933 rendue par le tribunal de commerce de Paris, 04 novembre 1997.

⁴⁰⁶⁷ La faute lourde dans les opérations de prestation de services d'investissement peut être appréhendée comme une négligence d'une extrême gravité, confinant au dol et dénotant l'inaptitude du mandataire, ou du courtier dont il répond vis-à-vis du mandat, à l'accomplissement de la mission contractuelle qu'il a acceptée ou encore tout prestataire de services d'investissement qui effectue des opérations de gestion pour le compte d'un client, comportant un risque d'abus de droit, sans avoir informé et mis en garde le contribuable sur les conséquences fiscales de cette gestion ; tout intermédiaire qui manque à une obligation essentielle ; le mandataire qui s'est substitué un mandataire à l'insu du mandat et qui a manqué à son obligation de surveillance de la gestion effectuée par le tiers substitué alors que ses compétences de professionnel de la bourse lui permettraient de déceler les faux produits et la gestion catastrophique du portefeuille. V°, la décision n° 043497 rendue par le tribunal de Toulouse, 21 sept. 1998 ; I. RIASSETTO, « L'exonération de la responsabilité des prestataires de service d'investissement », op.cit., p. 328, § 24 769 ; S. MOUHOUAIN, La protection de l'investisseur sur le marché financier CEMAC, op.cit., p. 231.

⁴⁰⁶⁸ S. MOUHOUAIN, La protection de l'investisseur sur le marché financier CEMAC, op.cit., p. 231.

⁴⁰⁶⁹ F. PELTIER, « Droit boursier et droit commun des contrats », Revue Banque, Paris, 1997, p. 190.

⁴⁰⁷⁰ Monsieur Nicolas HOFFSCHIR disait dans ce sens que « la charge de preuve signifie que l'une des parties est tenue de fournir un effort de preuve pour triompher dans sa cause. Toutefois, il convient de relever que cette appréhension de la charge de la preuve n'est pas commune à l'ensemble des contentieux. Elle ne cadre qu'avec les contentieux mettant en jeu des intérêts subjectifs ». Pour plus de détails sur ce point, Voir. N. HOFFSCHIR, La charge de la preuve en droit civil, Thèse de doctorat, Université de Lorraine, 2016, p. 4 et s ; S. MOUHOUAIN, La protection de l'investisseur sur le marché financier CEMAC, op.cit., p. 232.

⁴⁰⁷¹ M. SALIFOU MOUHOUAIN disait que « l'action pénale n'exclut pas celle civile ». Pour plus de détails sur la question, Voir, S. MOUHOUAIN, La protection de l'investisseur sur le marché financier CEMAC, op.cit., p. 223 et s.

⁴⁰⁷² Ibidem., p. 289.

⁴⁰⁷³ Ibid.

⁴⁰⁷⁴ B. EL OUALID, La protection pénale de l'information financière sur le marché boursier marocain, op.cit., p. 253.

Chaque fois que le demandeur se sera porté partie civile dans un procès pénal, la charge de la preuve ne suscitera plus de difficulté car elle sera supportée par le ministère public⁴⁰⁷⁵. A défaut de constitution de la victime en tant que partie civile dans l'action publique, elle peut néanmoins entamer une action devant la juridiction civile pour obtenir indemnisation. Dans ce cas de figure, la juridiction civile doit s'asseoir à statuer en attendant le prononcé du verdict par le juge pénal conformément à l'adage « *le pénal tient le civil en état* »⁴⁰⁷⁶. Il convient de noter que cette voie pose problème surtout pour l'investisseur actionnaire qui souhaite engager la responsabilité des dirigeants.

La doctrine a considéré depuis longtemps que l'investisseur actionnaire fait partie de l'émetteur, en conséquence, il est dispensé d'apporter la preuve d'une faute du dirigeant séparable de ses fonctions. D'après cette doctrine, seule les tiers (les créanciers) sont amenés à apporter la preuve d'une telle faute pour engager la responsabilité des dirigeants⁴⁰⁷⁷.

Toutefois, la jurisprudence française a adopté une position différente en exigeant l'investisseur actionnaire de démontrer que la diffusion d'une fausse information par ces dirigeants constitue une faute détachable de ses fonctions pour engager la responsabilité de ces personnes⁴⁰⁷⁸. Un arrêt de la cour de cassation française a défini la faute détachable, comme « *le fait pour un dirigeant de commettre intentionnellement une faute lourde, d'une particulière gravité, incompatible avec l'exercice normal des fonctions sociales* »⁴⁰⁷⁹.

À l'appui de cette position jurisprudentielle, on peut dire que l'actionnaire investisseur doit être traité non comme associé mais comme n'importe quel autre membre du public et bénéficiaire de la diffusion d'une information sincère, exacte et précise⁴⁰⁸⁰. A défaut, il peut engager la responsabilité civile des dirigeants et demander la réparation du préjudice subi.

II- Les difficultés de la détermination du préjudice

La difficulté de la mise en œuvre de la responsabilité civile ne s'apprécie pas seulement au niveau de la faute de l'émetteur, mais également dans la caractérisation du préjudice (A) et dans l'appréciation de la causalité du préjudice subi (B).

A- La preuve du préjudice subi

En droit marocain, le dommage peut prendre deux formes selon le type de la responsabilité. Dans le cadre de la responsabilité civile délictuelle, le dommage a été défini comme étant : « [...] *la perte effective éprouvée par le demandeur, les dépenses nécessaires, qu'il a dû ou devrait faire afin de réparer les suites de l'acte commis à son préjudice, ainsi que les gains dont il est privé dans la mesure normal en conséquence de cet acte* »⁴⁰⁸¹. Alors que dans le cadre de la responsabilité civile contractuelle, le dommage apparaît comme : « *la perte effective que le créancier a éprouvée et le gain dont il a été privé, et qui sont la conséquence directe de l'inexécution de l'obligation* »⁴⁰⁸².

De même, selon le dictionnaire HENRI CAPITANT, le préjudice désigne « *le dommage subi par une personne dans son intégrité physique (préjudice corporel, esthétique), dans ses biens (préjudice*

⁴⁰⁷⁵ D. MARTIN ; E. DEZEUZE ; F. BOUAZIZ. Les abus de marché, op.cit., p. 289.

⁴⁰⁷⁶ Cet adage permet d'éviter la contrariété des jugements.

⁴⁰⁷⁷ M. COZIAN ; A. VIANDIER et F. DEBOISSY, Droit des sociétés, 38^{ème} édition, LexisNexis, Paris, 2025, p. 28 ; Ph. MERLE, Droit commercial, sociétés commerciales, 29^{ème} édition, Dalloz, Paris, 2025, p. 405 ; D. MARTIN ; E. DEZEUZE ; F. BOUAZIZ. Les abus de marché, op.cit., p. 289.

⁴⁰⁷⁸ Un arrêt rendu par la Cour d'appel de Paris en date du 26 septembre 2003.

⁴⁰⁷⁹ Un arrêt rendu par la chambre commerciale de la Cour de Cassation française en date du 20 mai 2003 sous le numéro 99-17.092

⁴⁰⁸⁰ F. DANOS, « La réparation du préjudice individuel de l'actionnaire », RJDA, 2008, p. 471.

⁴⁰⁸¹ Art. 98 du DOC.

⁴⁰⁸² Art. 264 du DOC.

patrimonial, pécuniaire et matériel), dans ses sentiments qui fait naître, chez la victime, un droit à la réparation »⁴⁰⁸³.

L'investisseur peut subir plusieurs dommages dans le cadre du marché financier⁴⁰⁸⁴. Parmi ces dommages, l'un peut résulter de la communication d'une information fautive ou trompeuse ayant conduit à tromper l'investisseur en lui donnant une image erronée sur la situation actuelle de l'émetteur. Sur la base de cette fautive information, l'investisseur a pris des décisions non judicieuses⁴⁰⁸⁵ et par conséquent, il a subi personnellement des conséquences financières négatives⁴⁰⁸⁶ constituant un dommage personnel subi par l'investisseur. Ce dernier pourra, sur la base de cette perte, chercher à obtenir la réparation du préjudice⁴⁰⁸⁷. Il s'agit même du cas le plus courant d'une action civile consécutive à cette infraction de diffusion d'une information fautive ou trompeuse.

Toutefois, la preuve de ce dommage personnel n'est pas facile à démontrer pour l'investisseur actionnaire qui fait partie de l'émetteur⁴⁰⁸⁸ car le dommage subi par l'actionnaire doit être distinct du préjudice subi par la société⁴⁰⁸⁹. Cela signifie que l'action de l'indemnisation n'appartient qu'à ceux qui ont « *personnellement souffert du dommage directement causé par l'infraction* »⁴⁰⁹⁰. Cette exigence du caractère personnel du préjudice relève d'avantage du code de la procédure pénale, qui souligne que le dommage est clairement présenté par la loi comme une conséquence de l'infraction⁴⁰⁹¹. Dans ce sens, le code de la procédure pénale définit le préjudice réparable comme étant : « *le dommage personnel directement causé par l'infraction* »⁴⁰⁹².

La distinction entre le dommage subi par l'investisseur actionnaire et le préjudice social soulève plusieurs difficultés.

En effet, la jurisprudence française a refusé catégoriquement la réparation d'un préjudice individuel invoqué par un investisseur actionnaire de façon séparée par rapport au préjudice social subi par la société⁴⁰⁹³. Cela ne signifie pas que l'investisseur ne peut pas exercer une action individuelle, seulement il ne sera pas en mesure d'obtenir une indemnisation en présence d'un préjudice social⁴⁰⁹⁴. A cet égard, la cour de cassation française n'a pas reconnu l'existence d'un préjudice personnel d'un associé face à des fausses facturations qui ont conduit à des pertes comptables, car d'après les juges la dépréciation de la valeur de son capital n'était que « *le corollaire de celui causé à la société* » et « *n'avait aucun caractère personnel* »⁴⁰⁹⁵. Dans une autre affaire, les juges ont adopté la même position dans la mesure où ils ont reconnu le fait que « *le préjudice de l'associé n'est que le corollaire du préjudice social qui l'absorbe complètement* »⁴⁰⁹⁶. Ainsi, le préjudice résultant

⁴⁰⁸³ G. CORNU, Le vocabulaire juridique, op.cit., p. 206.

⁴⁰⁸⁴ Les préjudices de perte de chance, moral, d'inexécution, de contrepartie, etc.

⁴⁰⁸⁵ D. MARTIN ; E. DEZEUZE et F. BOUAZIZ, Les abus de marché, op.cit., p. 284.

⁴⁰⁸⁶ B. EL OUALID, La protection de l'information financière sur le marché boursier marocain, op.cit., p. 192

⁴⁰⁸⁷ Ibid., p. 200 ; D. MARTIN ; E. DEZEUZE et F. BOUAZIZ, Les abus de marché, op.cit., p. 279.

⁴⁰⁸⁸ S. MOUHOUAIN, La protection de l'investisseur sur le marché CEMAC, op.cit., p. 235.

⁴⁰⁸⁹ S. SCHILLER, « L'indemnisation du préjudice de l'actionnaire en cas de diffusion d'une information erronée », article publié dans un ouvrage collectif intitulé ' 2001-2010 : dix ans de transparence en droit des sociétés ', Artois Presses Université, 2011, p. 93.

⁴⁰⁹⁰ V. SHEYKOVA, Le préjudice financier, op.cit., p. 74.

⁴⁰⁹¹ B. EL OUALID, La protection pénale de l'information financière sur le marché boursier marocain, op.cit., p. 191.

⁴⁰⁹² L'art. 7 du code de la procédure pénale.

⁴⁰⁹³ L. VALANCE, L'indemnisation des victimes d'infractions boursières, op.cit., p. 18.

⁴⁰⁹⁴ S. MOUHOUAIN, La protection de l'investisseur sur le marché CEMAC, op.cit., p. 236.

⁴⁰⁹⁵ Un arrêt rendu par la chambre commerciale de la cour de cassation en date du 09 octobre 2007.

⁴⁰⁹⁶ Un arrêt rendu par la chambre commerciale de la Cour de cassation en date du 19 avril 2005.

de la dépréciation des actions ou la baisse du cours des actions apparaît ainsi comme le corollaire du préjudice social. Autrement dit, les investisseurs ne peuvent pas réclamer les dommages et intérêts en raison d'une baisse de valeur de leurs titres lorsque cette baisse de valeur est corrélative à une diminution de l'actif net de la société⁴⁰⁹⁷. Cette solution a été affirmée par la doctrine qui avançait que : « *la personnalité morale de la société fait perdre aux différents actionnaires leur différente souveraineté* »⁴⁰⁹⁸. Dès lors, il devient difficile pour l'investisseur de détacher son préjudice personnel par rapport au préjudice de la société. Par conséquent, la preuve du caractère personnel du préjudice subi par l'investisseur actionnaire paraît possible lorsque la faute commise n'a pas entraîné l'appauvrissement du patrimoine de l'émetteur⁴⁰⁹⁹.

Une telle sévérité a poussé la doctrine de formuler de nombreuses critiques face à l'interprétation stricte de la jurisprudence et à proposer un certain nombre de propositions en vue de permettre à l'investisseur d'exercer son action individuelle. Parmi ces propositions, M. DANOS a considéré que le non appauvrissement de l'émetteur facilite la tâche pour l'investisseur de prouver l'existence d'un préjudice personnel et exercer son action individuelle. Il avance dans ce sens que, « *l'actionnaire subit en effet un préjudice personnel direct lorsqu'il se plaint d'une dévalorisation de ses titres due à de mauvaises informations reçues des dirigeants car les fautes ainsi commises n'entraînent pas une diminution ou une perte de l'actif social mais se répercutent directement sur la valeur des titres (...)* La dévalorisation des titres n'est pas, dans cette hypothèse, la répercussion du préjudice social au niveau de chaque actionnaire, mais elle affecte directement le patrimoine de ces actionnaires en ce que le préjudice, auquel correspond cette baisse des cours ou cette perte de valeur, porte uniquement sur les titres sans se matérialiser auparavant ou concomitamment par une perte dans le patrimoine de la société »⁴¹⁰⁰. De même, Mme Shiller a souligné que la diffusion d'une fausse information ayant causé un dommage à la société sans appauvrissement de son patrimoine ouvre la voie aux actionnaires investisseurs de réclamer à titre personnel l'octroi des dommages et intérêts⁴¹⁰¹. Une autre proposition de la doctrine a souligné l'utilité du recours à la notion de victime par ricochet. En droit des obligations, il est désormais établi que « *si la réparation du dommage est subordonnée au caractère direct de celui-ci, il ne faut pas en déduire que d'autres personnes que la victime immédiate du dommage ne peuvent pas, elles aussi à titre personnel, se prévaloir à l'égard de l'auteur de l'accident, des dommages qui en résultent pour elles* »⁴¹⁰².

Pour surmonter cette difficulté de la réparation du préjudice individuel subi par l'investisseur, les juges français de premier⁴¹⁰³ et second degré⁴¹⁰⁴ ont admis, dans l'affaire *Sidel*⁴¹⁰⁵ l'indemnisation de de l'investisseur victime d'une diffusion fausse

⁴⁰⁹⁷ D. MARTIN ; E. DEZEUZE et F. BOUAZIZ, Les abus de marché, op.cit., p. 282.

⁴⁰⁹⁸ S. MOUHOUAIN, La protection de l'investisseur sur le marché CEMAC, Droit civil, droit des obligations, op.cit., p. 236.

⁴⁰⁹⁹ V. SHEYKOVA, Le préjudice financier, Thèse de doctorat, Université de Cergy-Pontoise, 2016, p. 74.

⁴¹⁰⁰ F. DANOS, « La réparation du préjudice individuel de l'actionnaire », RJDA, n° 5, 2008, p. 471 et s.

⁴¹⁰¹ A. SCHILLER, « L'actionnaire plus facilement indemnisé en cas de diffusion d'une information erronée », Revue Droit des sociétés, août-septembre, 2009, p. 6.

⁴¹⁰² F. TERRÉ ; P. SIMLER et Y. LEQUETTE, Droit civil, droit des obligations, op.cit., p. 689.

⁴¹⁰³ Le tribunal correctionnel de Paris.

⁴¹⁰⁴ La cour d'appel de Paris.

⁴¹⁰⁵ Le jugement rendu par le tribunal correctionnel de Paris en date du 12 septembre 2006 et l'arrêt rendu par la cour d'appel de Paris en date 31 octobre 2008.

ou trompeuse en se basant sur la perte d'une chance⁴¹⁰⁶. Selon ces juges, la diffusion de ces fausses informations a fait perdre l'investisseur la chance de prendre un investissement éclairé⁴¹⁰⁷. Le tribunal et la cour d'appel ont jugé que « *la perte de chance ne se confondait pas avec le montant de la perte lors de la revente des titres* ». Il résulte donc que la perte de chance constitue une voie pour l'investisseur pour éviter cette difficulté de preuve du caractère personnel du préjudice.

B- La preuve du lien de causalité du préjudice

La mise en œuvre de la responsabilité civile nécessite, à côté de la faute et du dommage, un lien de causalité entre ces deux éléments. L'établissement de cet élément paraît très difficile à caractériser⁴¹⁰⁸, ce qui a poussé les juges du fond de prendre en considération les faits en vue de démontrer l'existence de la causalité illustrant ainsi une parfaite subjectivité de cette approche (1). A défaut de démonstration de cette causalité, l'investisseur non-qualifié peut recourir à d'autres palliatifs tels que la perte de chance lui permettant, d'une part, d'obtenir une indemnisation partielle, et d'autre part, éviter l'exonération de la responsabilité de l'émetteur (2).

1- La caractérisation difficile du lien de causalité marquée par l'importance des circonstances de fait

Les principes classiques de responsabilité commandent que le préjudice découle de la faute⁴¹⁰⁹. Cette exigence relève des dispositions du Dahir des Obligations et des Contrats qui prévoit que :« *chacun est responsable du dommage moral ou matériel qu'il a causé, non seulement par son fait, mais par sa faute, lorsqu'il est établi que cette faute en est la cause direct* »⁴¹¹⁰. Il a été défini par monsieur François TERRE comme étant « *la cause générique du dommage* »⁴¹¹¹.

En effet, la responsabilité civile de l'émetteur ne peut être engagée qu'en cas du manquement à ses obligations légales et règlementaires⁴¹¹². Ce manquement ne peut prendre la forme d'une faute que lorsqu'il entretient un lien de causalité avec le préjudice subi par la victime donnant lieu à l'ouverture d'une action en réparation⁴¹¹³.

Pour qu'un lieu de causalité soit caractérisé, il faut qu'il soit certain⁴¹¹⁴. La certitude du lien de causalité dans le marché financier est appréciée en fonction de l'effet produit par la diffusion d'une information fausse ou trompeuse. Il convient de montrer donc l'impact de l'information litigieuse sur la décision d'investissement⁴¹¹⁵. Cependant, la détermination de ce lien de causalité semble être une

⁴¹⁰⁶ V. SHEYKOVA, Le préjudice financier, op.cit., p. 77.

⁴¹⁰⁷ Arrêt rendu par la chambre commerciale de la cour de cassation en date du 9 mars 2010.

⁴¹⁰⁸ J. CHACORNAC, Essai sur les fonctions de l'informations en droit des instruments financiers, op.cit., p. 514 et s.

⁴¹⁰⁹ G.-T. DESIRE, La transparence dans les marchés financiers de l'UEMOA, de la CEMAC et du CAMEROUN. Regard croisé avec le droit français, Thèse de doctorat, Université de Yaoundé II, Cameroun, 2012, p. 336.

⁴¹¹⁰ Art. 78 du DOC.

⁴¹¹¹ F. TERRE, Ph. SIMLER et Y. LEQUETTE, Droit civil, les obligations, op.cit., p. 645.

⁴¹¹² Th. BONNEAU

⁴¹¹³ A. COURET et autres, Droit financier, op.cit., p. 1.

⁴¹¹⁴ A. BENABENT, Droit des obligations, 20^{ème} édition, L.G.D.J, Paris, 2023, p. 302 ; S. MOUHOUAIN, La protection de l'investisseur sur le marché financier CEMAC, op.cit., p. 240.

⁴¹¹⁵ L. VALANCE, L'indemnisation des victimes d'infractions boursières, op.cit., p. 31. A ce titre, il convient de noter que la doctrine a retenu deux types de préjudice : le préjudice de décision et le préjudice de condition. Le premier touche l'investisseur en viciant la décision d'investissement, alors que le second a un effet sur le cours du titre financier. La différence entre les deux a comme postulat de base « *la prise en compte ou non de l'effet que la faute boursière a pu avoir sur le comportement de la victime* ». Pour plus de détails, V°, J. CHACORNAC, Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers, op.cit., p. 514 ; B. EL-OUALID, La protection pénale de l'information financière sur le marché boursier marocain, op.cit., pp. 209-217 L. VALANCE, L'indemnisation des victimes d'infractions boursières, op.cit., p. 31 et s

mission très difficile à l'égard des victimes⁴¹¹⁶ comme le témoigne la jurisprudence française dans l'affaire Société Générale de Fonderie. En effet, la cour d'appel de paris a établi qu', « *il est impossible de démontrer le fait générateur du préjudice allégué, certains opérateurs s'étant déterminés dans l'achat d'actions S.G.F. en fonction des articles de presse, d'autres en suivant les tendances du marché et les ordres passés en bourse sans qu'il soit possible civiles et qu'il n'est ainsi pas établi de lien de causalité direct entre ces faits et le comportement des parties civiles d'établir avec certitude que la diffusion du dernier communiqué ait été la cause principale ou même la seule de l'acquisition ou de la conservation de titres par les parties* »⁴¹¹⁷.

La difficulté de l'établissement du lien de causalité suppose le recours à d'autres systèmes juridiques pour s'inspirer des expériences les plus avancées en la matière. C'est dans ce contexte que la théorie de la fraude au marché adoptée par les Etats-Unis peut trouver son application compte tenu de sa simplicité⁴¹¹⁸. D'après cette théorie, l'investisseur bénéficie d'une présomption de « *reliance* », autrement dit, il est présumé avoir acheté ou vendu des titres financiers en se basant sur le prix du titre et sur l'intégrité du marché financier⁴¹¹⁹. Sur cette base, l'établissement du lien de causalité doit avoir comme source que l'information omise aurait changer la décision d'un « *investisseur raisonnable* »⁴¹²⁰ (materiality test)⁴¹²¹. Par conséquent, l'investisseur est dispensé de prouver que sa décision d'investissement ou de désinvestissement est affectée par une diffusion fautive et trompeuse de l'information financière car le marché financier est présumé un marché efficient⁴¹²². Il s'agit bel et bien d'une présomption simple (rebuttable presumption) qui est « *le moteur de responsabilité civile le plus puissant jamais établi en droit américain* »⁴¹²³. Toutefois, elle est réfragable dont l'auteur de la faute boursière peut apporter toute preuve montrant le contraire⁴¹²⁴.

En France, la preuve du lien de causalité dépend du rapprochement des circonstances de fait qui permet d'établir correctement la relation entre l'infraction boursière commise par l'auteur et le dommage subi par l'investisseur⁴¹²⁵. La jurisprudence française a établi l'importance des faits dans la caractérisation de la causalité illustrant parfaitement l'omnipotence de la subjectivité dans la démonstration du lien de causalité. Deux arrêts méritent à cet égard notre attention

Dans l'affaire Flammarion⁴¹²⁶, il est intéressant de noter une différence au niveau des positions entre les juges de premier degré et les juges de second degré. En effet, les juges de premier degré ont nié l'existence d'un lien de causalité pour motif que le communiqué objet de litige ne répond aux intérêts

⁴¹¹⁶ A. NDIAYE, Recherche sur la sécurisation des marchés financiers dans l'espace OHADA, op.cit., p. 306.

⁴¹¹⁷ Un arrêt rendu par la chambre criminelle de la Cour de Cassation française en date du 19 octobre 1995, n° 94-83.884 (Consultable sur le site <https://www.legifrance.gouv.fr>).

⁴¹¹⁸ L. VALANCE, L'indemnisation des victimes d'infractions boursières, op.cit., p. 32 ; A. NDIAYE, Recherche sur la sécurisation des marchés financiers dans l'espace OHADA, op.cit., p. 308 ; B. EL-OUALID, La protection Pénale de l'Information Financière sur le Marché Boursier Marocain, op.cit., p. 214.

⁴¹¹⁹ Ibid.

⁴¹²⁰ A. NDIAYE, Recherche sur la sécurisation des marchés financiers dans l'espace OHADA, op.cit., p. 307.

⁴¹²¹ N. SPITZ, La réparation des préjudices boursiers, 1^{ère} édition, Revue Banque, Paris, 2010, p. 303.

⁴¹²² L. VALANCE, L'indemnisation des victimes d'infractions boursières, op.cit., p. 32.

⁴¹²³ B. FRANCOIS, « La répression et l'indemnisation au Etats-Unis », in *La réforme du contentieux boursier, Répression des abus de marche en France et solutions étrangères*, sous la direction de A. Reygrobelle et N. Huet, Larquier, 2016, p.168.

⁴¹²⁴ B. EL-OUALID, La protection Pénale de l'Information Financière sur le Marché Boursier Marocain, op.cit., pp. 210-211

⁴¹²⁵ L. VALANCE, L'indemnisation des victimes d'infractions boursières, op.cit., p. 31 ; A. NDIAYE, Recherche sur la sécurisation des marchés financiers dans l'espace OHADA, op.cit., p. 308 ; B. EL-OUALID, La protection Pénale de l'Information Financière sur le Marché Boursier Marocain, op.cit., p. 214.

⁴¹²⁶ Arrêt rendu par la Cour d'Appel de Paris en date du 26 septembre 2003, n° 2003-224156 (Consultable sur le site <https://www.bibliobaseonline.com>).

de l'investisseur et par conséquent il n'a pas influencé la vente des titres. En revanche, la cour d'appel a confirmé la présence de la causalité en motivant la décision par le fait que le communiqué litigieux véhiculait « *un message d'un pessimisme excessif sur les perspectives d'évolution du titre à court terme* ». Cette différence de position entre les deux tribunaux montre la subjectivité de l'exercice.

Dans l'affaire Eurodirect Marketing⁴¹²⁷, les juges du fond sont basés aussi sur les faits dans la caractérisation du lien causalité entre le communiqué litigieux et la décision de l'investisseur. Elle relève en effet qu' « *il est constant que M. Michel X a commencé à acquérir des actions de la société Eurodirect Marketing dès le mois de septembre 1997, soit plusieurs mois avant la publication du communiqué litigieux. Il résulte cependant du rappel chronologique des achats effectués par M. Michel X (...) que ces derniers se sont nettement amplifiés à partir du mois de mai 1988. (...) Il convient d'ajouter à cela que l'intéressé a pris le soin de réclamer aux dirigeants de la société la communication du document de référence 1997 afin de vérifier, au lendemain de l'Assemblée générale d'actionnaires, les informations publiées en avril 1998* ». Il apparaît clairement que le déroulement des faits est le seul moyen permettant aux juges d'attester l'influence de la communication des fausses informations sur les décisions d'achats de M. Michel X. L'importance de ces éléments a été révélée également par la décision prise par la chambre commerciale de la Cour de Cassation française⁴¹²⁸ qui a rejeté, dans l'affaire Eurodirect, le pouvoir exercé par la société émettrice et a confirmé le raisonnement l'arrêt de la cour d'appel de Colmar fondé sur les faits.

Il résulte d'après ces analyses que la démonstration de l'existence d'un lien de causalité demeure un travail ardu pour l'investisseur non-qualifié. Il appartient à ce dernier donc de démontrer les faits prouvant la relation entre le communiqué litigieux et la décision d'investissement ou de désinvestissement⁴¹²⁹. Il convient donc de démontrer le caractère déterminant de l'infraction sur la décision d'investissement.

L'appréciation du caractère déterminant de l'infraction boursière se fait à travers deux méthodes : l'approche in abstracto et l'approche in concreto. La première approche trouve application en matière de manquement d'abus de marché. Elle constitue la voie la plus privilégiée pour l'investisseur car il suffit de prouver seulement que sans la faute boursière, l'investisseur pourrait agir autrement⁴¹³⁰. Cependant, la mise en œuvre de cette approche dans les préjudices de décisions semble inopportune dans la mesure où l'auteur de la faute boursière serait amené à couvrir les charges de l'aléa boursier que la victime a accepté en agissant dans le marché financier⁴¹³¹. Ce constat nous invite à recourir à la deuxième approche pour démontrer le caractère déterminant de la faute boursière.

Cette approche a été appliquée par la jurisprudence française dans l'affaire « Eurodirect marketing »⁴¹³². De même, elle a été retenue par les juges du fond dans l'affaire « Regina Rubens »⁴¹³³ qui n'ont pas pris en considération le caractère déterminant de l'infraction boursière sur la décision d'investissement. Pour eux, la faute boursière doit avoir une influence significative.

⁴¹²⁷ Un arrêt rendu par la Cour d'appel de Colmar en date du 14 octobre 2003.

⁴¹²⁸ Arrêt rendu par Chambre commerciale de la Cour de cassation française en date du 22 novembre 2005, sous le numéro 03-20.600

⁴¹²⁹ L. VALANCE, L'indemnisation des victimes d'infractions boursières, op.cit., p. 31.

⁴¹³⁰ B. EL-OUALID, La protection Pénale de l'Information Financière sur le Marché Boursier Marocain, op.cit., p. 213.

⁴¹³¹ N. SPETZ, La réparation des préjudices boursiers, op.cit., p. 272.

⁴¹³² Arrêt n° 03-20.600 rendu par la Cour de Cassation française en date du 22 novembre 2005, consultable sur le site internet : <https://www.legifrance.gouv.fr>

⁴¹³³ Arrêt n° 07/01477 rendu par la Cour d'appel de Paris en date du 14 septembre 2007, consultable sur le site internet : <https://www.legifrance.gouv.fr>

En effet, « *les facteurs qui l'avaient conduit à investir n'étaient pas exclusivement des éléments d'ordre comptable* ».

Il convient de noter que plusieurs décisions judiciaires émanant de la jurisprudence française ont conditionné la réparation des préjudices boursiers à l'effet révélé de l'information fautive ou trompeuse sur le cours⁴¹³⁴.

Si l'investisseur n'arrive pas à prouver l'impact de la faute boursière sur la décision d'investissement, il peut demander l'indemnisation sur la base de la perte de chance considérée comme un palliatif possible⁴¹³⁵.

2- Le recours à la perte de chance : un palliatif possible

Certes, la perte de chance constitue une alternative efficace pour indemniser l'investisseur lésé d'une fautive information. Cependant, l'application de cette notion a fait l'objet de nombreuses critiques doctrinales.

L'analyse précitée a montré une grande difficulté pour le juge d'établir du lien de causalité entre l'infraction commise et le préjudice subi par l'investisseur non-qualifié. Certes, les juges sont en mesure d'attester la commission de la faute, mais le problème se pose au niveau de l'influence de cette faute sur la décision de l'investisseur. Autrement dit, il semble difficile pour le juge de montrer que la diffusion erronée d'une information était la cause directe et générique du dommage subi par l'investisseur non qualifié⁴¹³⁶.

Face à ces doutes et difficultés, et dans un souci d'équité, les juges ont admis la possibilité pour l'investisseur de demander la réparation du dommage sur la base d'une perte de la chance⁴¹³⁷. Selon le lexique juridique, la perte de chance fait référence à l'aléa qui constitue une donnée figée dans le marché financier⁴¹³⁸. Certes, la chance n'est pas toujours réalisable, mais la présence de l'aléa garantit une probabilité de sa réalisation. Il résulte donc que l'aléa est un facteur important dans la détermination du préjudice. L'investissement en bourse ne dépend pas seulement de l'information financière mais également par d'autres facteurs⁴¹³⁹. D'où le recours à la perte de chance comme mesure avantageuse pour réparer le préjudice subi⁴¹⁴⁰. Le Professeur BENABENT a reproduit la même définition en qualifiant la perte de chance comme étant, « *l'une des illustrations éclatantes de la prise en considération du hasard et de l'incertitude par le Droit* »⁴¹⁴¹. De même, la perte de chance est le fruit de la jurisprudence française⁴¹⁴². Conformément aux dispositions de l'arrêt rendu par la chambre civile de la Cour de Cassation française, la perte de chance est « *la disparition actuelle et certaine d'une éventualité favorable* »⁴¹⁴³. Le recours à la perte de chance a pour objectif «

⁴¹³⁴ N. SPETZ, La réparation des préjudices boursiers, op.cit., p. 273.

⁴¹³⁵ B. EL-OUALID, La protection Pénale de l'Information Financière sur le Marché Boursier Marocain, op.cit., p. 215 ; F.-X. BANDOLO, L'investisseur victime d'une infraction boursière, op.cit., p. 27 ; G. VINEY et J. GHESTIN, Les conditions de la responsabilité, 4^{ème} édition, LGDJ, Paris, 2013, p. 88.

⁴¹³⁶ S. LAY, Perte d'une chance et droit des marchés financiers, Mémoire de master, Université ROBERT SCHUMAN-STRASBOURG III, Strasbourg, 2004, p. 15 et s.

⁴¹³⁷ Ibid., p. 17.

⁴¹³⁸ « Elément de hasard, d'incertitude qui introduit dans l'économie d'une opération, une chance de gain ou de perte pour les intéressés et qui est de l'essence de certains contrats » Lexique des termes juridique

⁴¹³⁹ Telles que les tendances du marché, les stratégies personnelles, le contexte économique, etc.

⁴¹⁴⁰ L. VALANCE, L'indemnisation des victimes d'infractions boursières, op.cit., p. 33.

⁴¹⁴¹ A. BENABENT, La chance et le Droit, 1^{ère} édition, LGDJ, Paris, 2013, p. 6.

⁴¹⁴² Un arrêt rendu par la Cour de Cassation française en date du 17 juillet 1889.

⁴¹⁴³ Arrêt rendu par la chambre civile de la Cour de Cassation française en date du 21 novembre 2006, sous le numéro 05-15.674.

d'indemniser partiellement un préjudice lorsque le fait générateur semble avoir joué un rôle dans sa survenance sans que l'on ait la certitude qu'il en était une cause »⁴¹⁴⁴.

Il convient de noter que l'application de la perte de chance ne peut avoir lieu que sous réserve de prouver que la faute de l'auteur a influencé de façon significative la décision d'investissement⁴¹⁴⁵. Autrement dit, l'acte fautif de l'auteur a empêché l'investisseur de prendre une décision à bon escient⁴¹⁴⁶.

En effet, on peut envisager deux hypothèses illustrant la perte de la chance pour l'investisseur inexpérimenté⁴¹⁴⁷. La première consiste en la communication d'une information par inexacte par l'émetteur incitant l'investisseur d'acquérir ou de céder ses titres⁴¹⁴⁸. Tandis que, la seconde repose sur la publication d'une fausse information influençant l'investisseur de conserver ses titres et ,à ne pas prendre, par conséquent, une décision d'investissement⁴¹⁴⁹. Dans le cas inverse à ces deux hypothèses, c'est-à-dire, lorsque l'investisseur a reçu une information sincère et exacte, il aurait pu agir autrement en adoptant un comportement différent⁴¹⁵⁰. La jurisprudence octroie l'indemnisation au profit de ces deux hypothèses.

Dans le cadre de la première hypothèse, c'est-à-dire, lorsque l'investisseur acquiert ou cède des titres sur la base d'une information inexacte, il a aussi la possibilité de demander la réparation. A ce titre, les juges du fond ont indemnisé l'investisseur qui a mal agi suite à la communication des informations financières inexactes. A cet égard, le tribunal correctionnel de Paris a jugé dans l'affaire « Sidel » que « les actionnaires ont subi, en l'espèce un préjudice résultant de la perte de chance en achetant ou en conservant une action dont les perspectives prometteuses étaient manifestement surévaluées. Leur liberté de choix a été faussée et un préjudice direct leur a ainsi été causé »⁴¹⁵¹. Il révélait que « la publication d'informations financières inexactes qui s'est déroulée sur une longue période de temps, a eu effectivement pour effet de faire croire aux actionnaires que la situation et les perspectives de l'entreprise étaient meilleures qu'elles ne l'étaient en réalité »⁴¹⁵². La cour d'appel, à son tour, confirmé la décision du tribunal en considérant que « le préjudice des actionnaires victimes de la fausse information consiste en la perte de chance d'arbitrer en connaissance de cause »⁴¹⁵³. Autrement, les investisseurs ont perdu la possibilité de mieux investir leur argent et de prendre des décisions éclairées⁴¹⁵⁴.

En ce qui concerne la seconde hypothèse, c'est-à-dire, lorsque l'investisseur n'a pas pu prendre une décision en raison d'une fausse information, il peut saisir le juge civil afin d'obtenir la réparation du préjudice subi sur le fondement de la perte de chance⁴¹⁵⁵. Dans ce cas, la communication d'une fausse information ne produit pas seulement un effet sur les cours du titre, mais elle influence

⁴¹⁴⁴ P. JOURDAIN, « Les nouveaux usages de la perte de chance », RTD, 2010, p. 330.

⁴¹⁴⁵ G. VINEY & P. JOURDAIN, Traité de droit civil, Les conditions de la responsabilité, L.G.D.J, Paris, 2006, p. 227 ; B. EL-OUALID, La protection Pénale de l'Information Financière sur le Marché Boursier Marocain, op.cit., p. 215.

⁴¹⁴⁶ L. VALANCE, L'indemnisation des victimes d'infractions boursières, op.cit., p. 31 ; A. NDIAYE, Recherche sur la sécurisation des marchés financiers dans l'espace OHADA, op.cit., p. 308

⁴¹⁴⁷ D. MARTIN ; E. DEZEUZE ; F. BOUAZIZ. Les abus de marché, op.cit., pp. 282-287.

⁴¹⁴⁸ Comportement positif matérialisé par la prise d'une décision d'investissement mal placée.

⁴¹⁴⁹ Comportement négatif.

⁴¹⁵⁰ S. LAY, Perte d'une chance et droit des marchés financiers

⁴¹⁵¹ Un jugement n° n° 0018992026 rendu par le 11^{ème} chambre correctionnelle du Tribunal de Grande Instance de Paris en date du 12 septembre 2006 ;

⁴¹⁵² Ibid.

⁴¹⁵³ Un arrêt n° 06/09036 rendu par la Cour d'appel en date du 17 octobre 2008

⁴¹⁵⁴ A. NDIAYE, Recherche sur la sécurisation des marchés financiers dans l'espace OHADA, op.cit., p. 310.

⁴¹⁵⁵ J. CHACORNAC, Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers, op.cit., p. 515.

également la décision de l'investisseur en lui donnant une image non conforme à la réalité actuelle de l'émetteur⁴¹⁵⁶.

Il est admis en jurisprudence, si les mensonges ont conduit à fausser le jugement de la victime, cette dernière a le droit d'obtenir réparation sur le fondement de la perte de chance d'effectuer un choix éclairé⁴¹⁵⁷. C'est cette solution qui, comme indiquée ci-dessus, a été retenue par la Cour de cassation française dans « l'affaire Gaudriot »⁴¹⁵⁸. Cette décision rappelle que la cour d'appel a violé les dispositions de l'article L.225-252 du Code de commerce⁴¹⁵⁹, en précisant que les juges du fond avaient tort lorsqu'ils annoncèrent que « le préjudice des actionnaires de la société ne s'analyse pas en la perte d'une chance d'investir leurs économies dès lors qu'il est, en réalité, au minimum de l'investissement réalisé ensuite des informations tronquées portées à leur connaissance »⁴¹⁶⁰. A cet égard, la Cour de cassation a cassé l'arrêt d'appel en consacrant un principe selon lequel « celui qui acquiert ou conserve des titres émis par voie d'offre au public au vu d'informations inexactes, imprécises ou trompeuses sur la situation de la société émettrice perd seulement une chance d'investir ses capitaux dans un autre placement ou de renoncer à celui déjà réalisé ».

Effectivement, cette solution ne peut être mise en cause pour les investisseurs qui ont acquis ou cédé suite à une fausse information. Cependant, elle paraît opportune pour ceux qui n'ont pas investi, et par conséquent, ils ont conservé leurs titres à cause l'information inexacte⁴¹⁶¹.

Néanmoins, la perte de chance a fait l'objet de plusieurs critiques d'ordre doctrinal. A cet effet, certains auteurs n'admettent pas le recours à la perte de chance pour indemniser le préjudice subi par la victime. Ils justifient ce refus par le fait que cette solution a pour vocation de cacher la causalité dans la détermination des conditions de la responsabilité⁴¹⁶². C'est dans ce sens, que le professeur BORGHETTI précise que la perte de chance « ne doit servir à masquer une incertitude sur le lien de causalité »⁴¹⁶³. Il en ressort de cette analyse, que le recours à la perte de chance porte atteinte à la certitude du préjudice. De même, « en toute rigueur nous semble-t-il la notion de perte de chance doit permettre d'indemniser la perte certaine du résultat d'un processus au dénouement incertain. Elle n'est pas censée pallier une absence de certitude relative au lien de causalité entre un fait générateur certain et la lésion moins certaine d'un intérêt »⁴¹⁶⁴. Ainsi, le professeur CHACORNAC rejoint la même idée en précisant qu'il n'est pas logique d'indemniser la perte de chance sur la base d'une hypothèse. Autrement dit, si l'investisseur avait reçu une information non erronée, il aurait pu agir

⁴¹⁵⁶ D. MARTIN ; E. DEZEUZE ; F. BOUAZIZ. Les abus de marché, op.cit., pp. 284.

⁴¹⁵⁷ Pour plus des exemples, V°, D. MARTIN, La réparation du préjudice des investisseurs en cas de fausse information, JCP, 2010, n° 36, 1777.

⁴¹⁵⁸ Arrêt n° 2010-001500 rendu par la chambre commerciale de la Cour de cassation française en date du 09 mars 2010. Disponible sur le site : <https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000021968424> (Consulté le 12/09/2025 à 12H).

⁴¹⁵⁹ Art. L. 225-252 du code de commerce français dispose que : « outre l'action en réparation du préjudice subi personnellement, les actionnaires peuvent, soit individuellement, (Abrogé par ordonnance n° 2020-1142 du 16 sept. 2020, art. 3, à compter du 1er janv. 2021) « soit par une association répondant aux conditions fixées à l'article L. 225-120 » soit en se groupant dans les conditions fixées par décret en Conseil d'État, intenter l'action sociale en responsabilité contre les administrateurs (L. no 2001-420 du 15 mai 2001) « ou le directeur général ». Les demandeurs sont habilités à poursuivre la réparation de l'entier préjudice subi par la société, à laquelle, le cas échéant, les dommages-intérêts sont alloués ».

⁴¹⁶⁰ Arrêt n° 07/286 rendu par la cour d'appel de Limoges en date du 06 octobre 2008. Disponible sur le site : <https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000020029047> (Consulté le 12/09/2025 à 12H).

⁴¹⁶¹ D. MARTIN ; E. DEZEUZE ; F. BOUAZIZ. Les abus de marché, op.cit., pp. 284.

⁴¹⁶² F-X. BANDOLO, L'investisseur victime d'une infraction boursière, op.cit., p. 58 ; J. CHACORNAC, Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers, op.cit., p. 516.

⁴¹⁶³ F-X. BANDOLO, L'investisseur victime d'une infraction boursière, op.cit., p. 58

⁴¹⁶⁴ Ibid.

différemment. D'après le professeur CHACORNAC, cette technique a pour but de camoufler le lien de causalité⁴¹⁶⁵. La doctrine a ainsi pu estimer qu'il y a « *une grave dérive lorsque l'on utilise la notion de perte d'une chance pour tenir compte du fait que si le créancier avait connu l'information, il n'aurait peut-être pas modifié son comportement* »⁴¹⁶⁶. Par conséquent, la réparation de la perte de chance ne peut avoir lieu qu'à condition de réunir les traits relatifs au dommage⁴¹⁶⁷.

Il apparaît clairement que ces critiques doctrinales ont pour but d'affaiblir les propositions évoquées plus haut, consistant à indemniser un investisseur sur le fondement de la perte de chance lorsque la conservation de ses titres est à l'origine du préjudice.

Il est vrai que, l'indemnisation paraît difficile pour l'investisseur qui a décidé de désinvestir à cause de la publication des informations inexactes qu'a regard de l'investisseur de la perte de chance à l'occasion d'un préjudice subi lors de la cession paraît facile par rapport au dommage subi en cas de conservé.

Pour conclure, Il apparaît clairement de cette analyse que la mise en œuvre des règles de la responsabilité civile dans le droit des marchés financiers demeure très délicate, surtout lorsque l'investisseur est un actionnaire de l'émetteur. De même, le caractère personnel du dommage pose un problème au niveau de la preuve pour le détacher par rapport au préjudice subi par la société émettrice. En plus, la démonstration du lien de causalité exige pour les juges de fonder leur jugement sur les faits préconisant une approche subjective, contrairement au système anglo-saxon qui se base sur la théorie de la fraude du marché

BIBLIOGRAPHIE

1- OUVRAGES, TRAITES ET MANUELS

BENABENT (A.), Droit des obligations, 20^{ème} édition, L.G.D.J, Paris, 2023.

COURET (A.), **LE NABASQUE (H.)**, **COQUELET (M.-A.)** ; **GRANIER (T.)**, **PORACCHIA (D.)**, **RAYNOUARD (A.)**, **REYGROBELLET (A.)** et **ROBINE (D.)**, Droit financier, 3^{ème} édition, Dalloz, Paris, 2011.

COZIAN (M.) ; **VIANDIER (A.)** et **DEBOISSY (F.)**, Droit des sociétés, 38^{ème} édition, LexisNexis, Paris, 2025.

MAZEAUD (J.) ; **BÉNABENT (A.)**, Droit civil, Les obligations, 21^{ème} édition, LGDJ, Paris, 2025

MERLE (Ph.), Droit commercial, commerçant et fonds de commerce, concurrence et contrat de commerce, 29^{ème} édition, Dalloz, Paris, 2025.

PELTIER (F.), Marchés financiers et droit commun, Banque Editeur, Paris, 1997.

SPITZ (N.), La réparation des préjudices boursiers, 1^{ère} édition, Revue Banque, Paris, 2010

VINEY (G.) et **GHESTIN (J.)**, Les conditions de la responsabilité, 4^{ème} édition, LGDJ, Paris, 2013.

2- THESES ET MEMOIRES

CHACORNAC (J.), Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers, Thèse de doctorat, Université Paris II, 2012.

DESIRE (G.-T.), La transparence dans les marchés financiers de l'UEMOA, de la CEMAC et du CAMEROUN. Regard croisé avec le droit français, Thèse de doctorat, Université de Yaoundé II, Cameroun, 2012.

HOFFSCHIR (N.), La charge de la preuve en droit civil, Thèse de doctorat, Université de Lorraine, 2016.

⁴¹⁶⁵ J. CHACORNAC, Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers, op.cit., p. 516

⁴¹⁶⁶ M. FABRE-MAGNAN, *De l'obligation d'information dans les contrats – Essai d'une théorie*, préf. J. GHESTIN, L.G.D.J. 1992, n° 169

⁴¹⁶⁷ J. CHACORNAC, Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers, op.cit., p. 515.

EL OUALID (B.), La protection pénale de l'information financière, Thèse de doctorat, Université Cadi-Ayad, Marrakech, 2019.

LAY (S.), Perte d'une chance et droit des marchés financiers, Mémoire de master, Université ROBERT SCHUMAN-STRASBOURG III, Strasbourg, 2004.

NDIAYE (A.), Recherche sur la sécurisation des marchés financiers dans l'espace OHADA, Thèse de doctorat, Université de Marseille, 2018

SHEYKOVA (V.), Le préjudice financier, Thèse de doctorat, Université de Cergy-Pontoise, 2016

VALANCE (L.), L'indemnisation des victimes d'infractions boursières, Mémoire, Université du Panthéon-Assas (Paris II), 2007.

3-

ARTICLES

ARSOUEZ (C.) et LEDOUX (P.), « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », BJB, juillet 2006.

BANDOLO (X.-F.), « L'efficacité de l'action répressive sur les marchés financiers, le cas de la BVMAC », Revue de L'Ohada, 2021.

Danos (F.), « La réparation du préjudice individuel de l'actionnaire », RJDA, 2008.

JOURDAIN (P.), « Les nouveaux usages de la perte de chance », RTD, 2010,

MARTIN (D.), La réparation du préjudice des investisseurs en cas de fausse information, JCP, 2010.

MARTIN LAPRADE (F.), « La politique de sanction du régulateur : répression ou réparation ? », Bull. Joly Bourse n° spécial, déc. 2009.

PIETRANCOSTA (A.), « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », RTDF n° 3, 2007.

RIASSETTO (I.), « L'exonération de la responsabilité des prestataires de service d'investissement », BJB, n° 3, mai 2007.

SCHILLER (A.), « L'actionnaire plus facilement indemnisé en cas de diffusion d'une information erronée », Revue Droit des sociétés, août-septembre, 2009.

STORCK (M.), « Responsabilité du banquier et FCP », RDBF, mai 2012.