



# Protection des épargnants et des investisseurs : les propositions de l'AMF

Sébastien M. Lemeunier

► **To cite this version:**

Sébastien M. Lemeunier. Protection des épargnants et des investisseurs : les propositions de l'AMF. ESSEC Working paper. Document de recherche de l'ESSEC / ISSN : 1291-9616 WP1111. 2011, pp.17. <hal-00660952>

**HAL Id: hal-00660952**

**<https://hal-essec.archives-ouvertes.fr/hal-00660952>**

Submitted on 18 Jan 2012

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

---

---

*Protection des épargnants et des  
investisseurs : les propositions de l'AMF*

---

---

*Research Center  
ESSEC Working Paper 1111*

**2011**

*Sébastien M. Lemeunier*

# PROTECTION DES EPARGNANTS ET DES INVESTISSEURS : LES PROPOSITIONS DE L'AMF

Sébastien M. Lemeunier<sup>1</sup>

*Résumé* : A l'heure où l'Europe s'interroge sur la nécessité de mettre en place un système de recours collectif et où la France connaît des controverses sur ce sujet, l'AMF a publié un rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs. Tout en rendant compte du contenu du rapport, nous explicitons les rapports de force des acteurs de la place financière de Paris qui ont participé à son élaboration. Au regard des réactions à la publication de ce rapport, nous jugeons de son aspect consensuel et comment les positions ont évolué.

Classification JEL : G28 ; K00

Mots clés : Réglementation financière, Recours collectif

## ***Investor protection : AMF's Propositions***

**SUMMARY:** *This article studies a report published by the French financial authority (Autorité des Marchés Financiers (AMF)) about reparation for losses sustained by investors. To enhance reparation of investors, the AMF working group gave its preference for the out-of-court settlement in a dispute with a financial intermediary. This settlement benefits from the support of a dedicated Ombudsman inside of the firm or the AMF Ombudsman. To understand solutions proposed and omitted in this report, we describe interests of each party that took part in its elaboration. Taking into account public reactions to this report we assess if the compromise is agreed and if an evolution has been necessary.*

JEL Classification : G28 ; K00

Keywords : Financial Regulation, collective redress

---

<sup>1</sup> Professeur de Finance EBS-Paris et Intervenant, Département Economie, ESSEC.  
Adresse : EBS-Paris, 37-39 Bd Murat, 75016 Paris, France. Email : [slemeunier@gmail.com](mailto:slemeunier@gmail.com)

## **PROTECTION DES EPARGNANTS ET DES INVESTISSEURS : LES PROPOSITIONS DE L'AMF**

1. Introduction .....	2
2. Positions et intérêts des participants.....	3
3. Les lacunes du droit français .....	6
4. L'intégration du dispositif de la médiation .....	7
4.1 Le règlement amiable en l'état du droit français.....	7
4.2 Intégration du recours collectif vue par le secteur financier français.....	9
5. Les réactions à ce rapport.....	10
6. Conclusion.....	12

### 1. Introduction

Le 25 janvier 2011, un groupe de travail désigné par le Collège de l'AMF et composé de représentants des investisseurs et d'acteurs de la place financière de Paris a publié un « Rapport sur l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs »<sup>2</sup>. Le titre de ce rapport suscite immédiatement des questionnements à la fois sur l'efficacité du recours au système juridique et sur l'opportunité de se préoccuper seulement maintenant de l'indemnisation des préjudices subis par les investisseurs et les épargnants.

Pour répondre à ces questions, nous explicitons les positions des participants au groupe de travail selon leurs intérêts. Nous reprenons ensuite les éléments du rapport qui énoncent les lacunes du droit français au regard de l'indemnisation de préjudices minimes, puis les solutions obtenues par le groupe de travail. Enfin, nous relevons les réactions que ce rapport a suscitées et nous les discuterons.

---

<sup>2</sup> AMF [2011a]; "Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs", Document AMF, 25 janvier 2011.

## 2. Positions et intérêts des participants

Le groupe de travail<sup>3</sup> était composé de représentants de la profession financière, d'associations de défense d'actionnaires, du patronat, des pouvoirs publics et d'avocats. Afin de mieux comprendre le contenu de ce rapport, nous explicitons les attentes de ces participants. Aussi dans quelles prédispositions ces parties ont approché la question des dédommagements des investisseurs et quels en sont les enjeux pour chacune d'entre elles ? Au préalable, nous devons cependant mieux cerner les préjudices dont il s'agit et pourquoi l'AMF s'y intéresse.

### *Les types de préjudices ciblés par le rapport*

Des pratiques illégales de la part des professionnels peuvent perdurer effectivement dès lors que les préjudices individuels sont peu importants par rapport au coût d'une action en justice. En France effectivement, demander réparation auprès de la justice pour un litige causé par un professionnel impliquera nécessairement des frais de justice importants à la charge du seul consommateur. Aussi, lorsque celui-ci subit un préjudice minime il devra encourir des frais de justice importants par rapport à la réparation qu'il pourrait espérer, que son cas soit isolé ou que d'autres consommateurs soient également concernés par ce même préjudice. Cependant, au cas où le professionnel refuserait de dédommager plusieurs personnes affectées par un même cas, une solution consisterait à s'unir pour entreprendre une même action indemnitaire<sup>4</sup>. Cette solution dite du recours collectif et consistant à mutualiser les coûts est proposée en droit américain notamment, sous le terme de *class action*. Des investisseurs français lésés dans l'affaire Vivendi<sup>5</sup> ont pu effectivement délocaliser leur plainte vers des tribunaux américains. Si la Cour Suprême américaine a finalement décidé que seuls les actionnaires ayant acquis leurs actions Vivendi sur le sol américain pouvaient porter plainte auprès du juge américain (Roulhac (2010)), la Cour d'appel de Paris n'en a pas moins reconnu la compétence de ce juge américain<sup>6</sup>.

Cette délocalisation potentielle des plaintes des investisseurs conjuguée à une volonté de la Commission Européenne de faire mieux appliquer son droit en Europe (Commission

---

<sup>3</sup> Ce groupe de travail était coprésidé par Jacques Delmas-Marsalet et Martine Ract-Madou.

<sup>4</sup> « Proposition de loi tendant à renforcer la protection des consommateurs par la création d'une action de groupe fondée sur l'adhésion volontaire », Texte N°202 de M. Richard Yung, Sénateur, Enregistrée à la présidence du Sénat le 22 décembre 2010 [idem par M. Laurent Bêteille, Sénateur]

<sup>5</sup> V. Cour d'appel de Paris, 2<sup>e</sup> pôle, 2<sup>e</sup> ch., 28 avril 2010, Vivendi c/ Gérard, n°2010-014126

<sup>6</sup> La Cour d'appel de Paris s'est servie du règlement CE 44/2001 dit Bruxelles I qui autorise notamment « la saisine des juridictions du lieu de la réalisation du dommage ou de la production du fait générateur ».

Européenne (2011), CEDE (2011)) grâce au recours collectif ont constitué une pression pour que l'AMF fasse état de sa position par le biais de ce rapport. L'AMF a donc dû s'intéresser au dédommagement de ces préjudices qui, s'ils sont minimes, représentent des sommes conséquentes au niveau collectif avec une impression d'insécurité juridique. En outre le secteur financier est propice à ces litiges, puisqu'en dépit d'une réglementation plus exigeante et les efforts des professionnels pour mieux former leur personnel, il ressort de nombreux manquements qui peuvent être récurrents et des situations conflictuelles accentuées par une perte de confiance envers les intermédiaires financiers (Médiateur AMF (2010)).

Les manquements boursiers et professionnels sont les situations les plus exposées à ce type de préjudice dans le secteur financier. Les manquements boursiers ou « abus de marché » concernent les manquements d'initiés, les manipulations de cours et les manquements aux obligations d'information des sociétés cotées. Sous une définition plus générale, les manquements professionnels intègrent des manquements commis en matière de commercialisation des produits financiers par des établissements financiers ou les prestataires de services d'investissement (AMF 2011a). Ces deux types de préjudice présentent toutefois des difficultés particulières dont fait état le rapport. Ils se caractérisent par un fort degré d'asymétrie en termes d'expérience et d'expertise de l'épargnant ou de l'actionnaire vis-à-vis de l'établissement impliqué. Plus précisément pour les manquements boursiers, une seule infraction financière peut occasionner de nombreux préjudices dont l'étendue des conséquences est difficile à évaluer. Le rapport souligne à cet égard la difficulté d'établir la réalité du dommage. Enfin, des situations paradoxales peuvent apparaître dans le cas où des actionnaires entreprennent un recours collectif contre une société dont ils sont les actionnaires. Ce qu'ils gagneront en dédommagements comme plaignants, ils le perdront comme actionnaires avec en outre le dommage réputationnel dont pâtira la société hauteur du préjudice.

#### *Les positions des protagonistes.*

La répartition des sensibilités des protagonistes du groupe de travail s'inscrit donc dans l'amélioration de l'indemnisation des investisseurs vis-à-vis de ces préjudices minimes et dans l'opportunité d'emprunter la solution du recours collectif. Nous les décrivons ci-après.

L'investisseur et sa protection sont supposés faire l'objet de toutes les attentions. Face à des préjudices de faibles montants, il n'est pas rationnel pour un investisseur de mobiliser des frais de justice et donc d'emprunter seul la voie judiciaire. S'il est seul à être concerné par ce préjudice, il pourra donc au mieux être dédommagé par une procédure « à l'amiable » et au

pire il ne recevra rien. Si plusieurs investisseurs sont concernés par le même préjudice, ils peuvent espérer qu'avec un recours collectif du type *Class action*, ils soient non seulement dédommagés mais qu'en outre ils bénéficient d'une « prime »<sup>7</sup>.

Les avocats et les associations de défense des actionnaires et des épargnants sont très favorables à ce système de recours collectif puisque non seulement il permet de mieux défendre les investisseurs mais aussi d'ouvrir la voie à de nouvelles sources de revenu. L'existence de recours collectif donnera lieu à de nouveaux types de contentieux et si l'on prend le cas des Etats-Unis, les avocats avancent les frais de la procédure de *class action* et se rémunèrent à partir d'un pourcentage sur les dommages et intérêts. Les montants peuvent être considérables lorsque de très nombreuses personnes sont concernées.

Cette perspective en revanche, n'est pas du goût des intermédiaires financiers qui se sentent menacés par ce système au regard de l'expérience américaine et de ses excès qui ont conduit des entreprises à souffrir de l'opportunisme lié à ce type de recours. L'opportunisme peut provenir à la fois des plaignants, de leurs avocats ou encore de *raiders* qui ont pour objectif d'acquérir une société cible à moindre coût. Le grand renfort de médias pour ce genre d'affaire affecte en général la réputation des sociétés ciblées dont la confiance est le fonds de commerce. Néanmoins, si des pratiques illégales perdurent dans une société ou dans une profession, les établissements du secteur sont concernés par le sentiment d'insécurité juridique des investisseurs ou des actionnaires qui nuirait au succès de leurs affaires. Pour ces raisons, les intermédiaires financiers ont intérêt à s'opposer à l'instauration d'un recours collectif en France et à désamorcer toutes les situations conflictuelles.

Enfin, du point de vue des autorités financières les intérêts des investisseurs et des intermédiaires financiers sont intimement liés, que les investisseurs soient un ou plusieurs, puisque leur protection en général fait partie de leurs missions. Effectivement, les manquements boursiers affectent directement l'efficience des marchés et la confiance des opérateurs du marché. Les manquements professionnels à l'origine de dommages même marginaux peuvent nuire à la confiance des investisseurs et des actionnaires. Autrement dit, pour les autorités financières il y va de l'attractivité de la place financière de Paris du point de vue à la fois des particuliers et des professionnels.

A l'énumération des positions de ces différentes parties, les solutions qui doivent émerger de ce rapport doivent parvenir à un compromis d'autant plus délicat que le Collège de l'AMF a imposé des lignes directrices. Elles ont pour priorité de favoriser l'indemnisation par le

---

<sup>7</sup> Dommages et intérêts punitifs

recours à la médiation. L'AMF doit également anticiper la survenue de litiges en procédant à des recommandations lorsqu'elle repère des dysfonctionnements dans une entreprise. Enfin, le groupe de travail devra également explorer les moyens de diminuer les coûts de procédure par le biais notamment d'une action de groupe.

Afin de rendre compte de la mission du groupe de travail, le rapport a procédé en trois étapes. La première commence par faire un diagnostic sur le droit français et ses lacunes vis-à-vis du dédommagement des investisseurs et en particulier pour des préjudices minimes. Il ressort de cette partie la nécessité d'améliorer la réparation des préjudices subis par des investisseurs ou des épargnants lésés. Les deux étapes suivantes du rapport sont aussi les deux voies empruntées par le groupe de travail pour améliorer la réparation des préjudices. L'une propose des solutions qui comblent les lacunes du droit français en l'état et l'autre emprunte la solution du recours collectif et évalue son intégration dans le contexte français.

### 3. Les lacunes du droit français

Les participants au groupe de travail de l'AMF ont relevé les voies de recours possibles en France lorsque les préjudices proviennent de manquements professionnels ou boursiers. Ils ont montré notamment les lacunes du droit français dès lors qu'il s'agit de préjudices minimes.

Ce faisant, le rapport examine la réparation judiciaire des préjudices par le biais du juge civil ou commercial et du juge pénal. Le premier est coûteux pour le plaignant et notamment en ce qui concerne l'expertise requise dans la recherche de preuves. Le second présente un déficit de compétences en matière financière et une tendance à l'instrumentalisation qui est coûteuse pour l'Etat. Ces recours sont de peu d'utilité pour une personne lésée qui peut perdre dans la procédure plus que ce qu'il espère en récupérer.

Une action collective offrirait effectivement l'avantage de mutualiser la prise en charge des coûts. Si l'action en représentation conjointe en France a vocation à jouer ce rôle, ses difficultés d'application et son manque d'efficacité l'ont conduite à être très peu employée.

Ce constat a amené le groupe de travail à conclure que les dispositifs d'indemnisation de ces préjudices ne sont pas satisfaisants. Ils sont coûteux pour la victime, approximatifs en termes de dommages et intérêts et ont pour effet d'en décourager le recours. Il est d'autant plus important d'agir que ces lacunes conduisent notamment à des risques de délocalisation



d'actions en indemnisation devant des juridictions étrangères contre des sociétés françaises par des actionnaires français (Vivendi).

Finalement, le rapport signale l'intérêt du règlement amiable qui pourrait être plus largement utilisé. Cette solution soutenue par des procédures de médiation permet notamment de limiter la judiciarisation des réparations et sera suggérée dans les lignes directrices dictées par le Collège de l'AMF.

#### 4. L'intégration du dispositif de la médiation

Le groupe de travail intègre un dispositif de médiation et de règlement à l'amiable dans deux contextes. Le premier en l'état du droit français et le second si l'action de groupe était autorisée en France.

##### 4.1 Le règlement amiable en l'état du droit français

Le règlement amiable favorisé par le truchement de la médiation est la solution qui a été suggérée au groupe de travail et a semblé acceptable pour les participants dans l'état actuel du droit français. Cette solution présente effectivement de nombreux avantages dont celui d'être gratuite et de couvrir une large palette de préjudices minimes dans le secteur financier notamment. La médiation est plus rapide que la voie contentieuse pour le client lésé. Elle permet également la remontée des sources de dysfonctionnement, afin d'améliorer le service sans exposer la réputation de l'établissement. La feuille de route suivie par le groupe de travail précise également que le rôle de médiateur est attribué à l'AMF. Etant donnés ses rôles existants, il reste donc à envisager leurs extensions possibles comme médiateur tant au niveau des recommandations, des préconisations, des conseils d'expert...

Lorsqu'un client souhaite faire une réclamation, il a donc la possibilité d'entamer une procédure de médiation. Le groupe de travail va toutefois distinguer la médiation interne et externe.

La médiation interne est le premier recours pour le client et le groupe de travail a proposé une série de « meilleures pratiques » aux établissements financiers comme règles professionnelles qui pourraient s'imposer à la profession : mise en place d'un circuit de traitement des réclamations, l'information à la clientèle sur la possibilité de règlement amiable.... En outre, afin d'assurer un règlement amiable indépendant, rapide et équitable des litiges, le rapport

suggère des recommandations sur l'indépendance de la centrale de traitement des réclamations, les qualités de son responsable, la fixation d'un délai de traitement et sur la publication du rapport du médiateur interne de l'établissement.

Le dernier recours figurant dans le rapport avant la voie contentieuse est un règlement amiable qui repose sur une médiation externe confiée à l'AMF. Ce rôle apparaît en outre légitime au regard de sa mission de protection de l'épargne. L'AMF est considérée comme un tiers neutre, compétent et impartial. Comme cela pouvait être le cas au niveau d'un établissement, la médiation externe permet au régulateur d'observer le marché, ses tendances et ses dysfonctionnements. Cette entremise de l'AMF dans ce dispositif permet à la fois de ne pas exposer la réputation de l'établissement et de prendre en compte les intérêts des investisseurs. Afin d'être efficace, le rapport recommande que le dispositif de médiation de l'AMF soit connu du public et que le délai de réponse soit suffisamment court.

Par ailleurs, les recours à la médiation interne ou externe ne sauraient être totalement convaincants s'ils n'étaient pas sur le même pied d'égalité que le règlement judiciaire du point de vue fiscal et assurantiel. Aussi, que l'indemnisation provienne d'un règlement amiable ou judiciaire, elle doit être considérée de la même manière par les assureurs et l'administration fiscale.

L'AMF peut également intervenir au niveau de la prévention des demandes d'indemnisation lorsqu'elle observe un dysfonctionnement dans le cadre de ses missions auprès des établissements. Cette intervention peut se faire sous la forme de préconisations voire de recommandations pour l'indemnisation de clients avant même qu'une réclamation n'ait été émise.

En outre, les établissements ou les personnes susceptibles d'être sanctionnés doivent être encouragés à indemniser les victimes lésées. A cette fin, le groupe de travail estime que la Commission des sanctions de l'AMF qui apprécie la « gravité des manquements » peut aussi prendre en compte la « bonne foi » consistant à indemniser les victimes avant même que la sanction n'ait été prononcée. Cette procédure visant à apprécier la bonne foi des personnes mises en cause, à vouloir indemniser les victimes, peut aller jusqu'à la mise en place d'une procédure d'ajournement comme peut le faire la juridiction pénale, lorsque le dommage causé est en voie d'être réparé.

L'attribution récente d'un pouvoir de transaction à l'AMF a également été examiné. Sous forme de « composition administrative », ce pouvoir de transaction lui permet de sortir du

champ de la procédure de sanction un certain nombre de dossiers<sup>8</sup> dont la gravité des manquements n'est pas de nature à justifier une procédure aussi lourde et de se concentrer sur des affaires plus importantes. Aussi le Collège de l'AMF peut notifier à une personne ses griefs et lui proposer d'entrer dans une voie de composition administrative sans saisir la Commission des sanctions. Or, si la loi précise que la sanction financière encourue par la personne mise en cause est intégralement versée au Trésor, le Groupe de travail a souhaité que dans ce dispositif il soit pris en compte l'indemnisation des actionnaires et des épargnants.

Néanmoins, si ni les médiations interne et externe n'ont permis de dénouer le litige, l'indemnisation judiciaire reste le dernier recours. A cet égard, le groupe de travail estime que la compétence de l'AMF et son expertise ne devaient pas s'arrêter à la médiation mais se prolonger en coopérant avec l'autorité judiciaire. L'AMF pourrait intervenir, afin d'accroître la transparence de l'information et permettre une meilleure évaluation des dommages. La recherche de preuves par le plaignant pourrait être facilitée par un transfert d'informations issues de l'AMF. Cette solution devrait toutefois respecter le secret professionnel imposé par le Code monétaire et financier. Par ailleurs, l'AMF pourrait soutenir les juges et les experts judiciaires dans l'évaluation des préjudices indemnifiables en apportant son expertise technique.

#### 4.2 Intégration du recours collectif vue par le secteur financier français

La feuille de route du groupe de travail suggérerait en outre de porter une réflexion sur la possibilité pour des investisseurs concernés par un même préjudice, de mettre en place une forme d'action de groupe.

Le rapport ne rend toutefois pas compte de position consensuelle sur l'opportunité d'une action de groupe en France. Il ressort que même si les représentants des épargnants réclament une action de groupe dans le secteur financier, les professionnels s'y opposent résolument, les représentants du gouvernement sont réservés ainsi que ceux du Ministère de la Justice. Les participants ont toutefois cherché à discuter de son intégration pratique au cas où les pouvoirs

---

<sup>8</sup> Cette procédure de transaction a vocation à s'appliquer plus au manquement des intermédiaires financiers, à leurs obligations professionnelles ne représentant pas un caractère de particulière gravité (Marini (2010)).

publics changeraient d'avis et l'introduiraient dans le droit français. Ce faisant, on précise que le rapport a pris le parti d'ignorer une adaptation de l'action en représentation conjointe qui pêche par trop d'inconvénients.

En dépit de cette hostilité vis-à-vis du recours collectif, le rapport est mitigé. Il souligne que le champ de l'action collective est justifié par nature et peut s'appliquer au domaine des abus de marché et aux manquements professionnels des établissements financiers. Des difficultés sont à prévoir néanmoins pour les manquements boursiers, en termes d'informations à se procurer, d'interprétation et de réalité du dommage. Là encore, le rapport suggère l'expertise de l'AMF qui pourrait être d'un grand recours.

L'action collective devrait se faire sur l'initiative d'un organisme de défense des épargnants ou des investisseurs agréés. Elle devrait être portée devant une juridiction spécialisée dans les domaines financiers. Préalablement à l'engagement de la responsabilité du professionnel une tentative de solution amiable pourrait être adressée au groupe constitué. Le groupe de travail s'est clairement positionné en faveur du principe de l'*opt-in* où l'adhésion à l'action collective reste volontaire. Communiquer sur l'action collective serait possible. Le groupe de travail s'est enfin montré favorable au fait que les victimes donnent mandat à un organisme agréé.

## 5. Les réactions à ce rapport

Tel qu'il ressort du rapport, le compromis semble s'être cristallisé sur un désamorçage systématique des situations litigieuses assuré par l'efficacité d'un règlement amiable arbitré ou non par l'AMF. Les réactions à ce rapport peuvent indiquer si ce compromis est stable et si des concessions ont été obtenues par la suite. Le rapport de l'AMF a donné effectivement lieu à la synthèse d'une consultation publique que nous reprenons et nous évoquerons des réactions individuelles qui présentent des avis divergents.

Le rapport a été plutôt bien perçu et vu également comme une volonté de l'AMF de rétablir la confiance des investisseurs (Bonhour (2011)). Il se veut effectivement rassurant au point que des distributeurs de produits financiers (sicavonline (2011)) affichent une synthèse de ce rapport sur leur site.

La CCIP (Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris (2011)) s'est également prononcée sur ce rapport. Elle a pu saluer l'adoption du règlement amiable des préjudices et

l'intervention de l'AMF dans une procédure de médiation. Elle approuve les décisions qui vont dans le sens d'une incitation des professionnels à dédommager les victimes de manquements. En revanche, elle reste circonspecte pour ce qui est de la transmission d'informations par l'AMF qui devrait être très encadrée au risque de mettre en péril le secret professionnel. De même l'intervention en tant que « sachant » de l'AMF présente un risque d'instrumentalisation si le juge n'est pas le seul à faire appel à ses services. La CCIP estime que l'action collective sous quelque forme que ce soit n'est pas adaptable au secteur financier et serait très préjudiciable pour la collectivité. En outre, elle estime que la procédure suggérée par le rapport, au cas où le droit français adopte un recours collectif, est injuste et gravement dommageable pour la réputation de l'établissement mis en cause.

Ce faisant, la synthèse (AMF (2011b)) de la consultation publique qui a fait suite au rapport a été publiée le 16 mai 2011. Les représentants des investisseurs et des professionnels ont participé à cette consultation dont la synthèse est composée de « points consensuels », de « points à éclaircir » et « de points non consensuels ». Une quatrième partie propose des « suggestions nouvelles ». Les points consensuels reposent sur le recours privilégié au règlement amiable des litiges et tout ce qui peut le garantir ou en favoriser le processus (meilleures pratiques, médiation de l'AMF). Les participants s'entendent également sur le principe que l'AMF est un expert qui peut avoir une fonction de support auprès des juges, afin d'apprécier les préjudices indemnifiables. Les points à éclaircir ont plutôt été d'ordre technique, juridique et de gouvernance. Ils font notamment apparaître des inquiétudes quant au rôle de l'AMF, son pouvoir coercitif et son immixtion dans le processus de dédommagement. En outre, si un consensus est établi sur l'intervention de l'AMF en tant qu'expert auprès du juge civil, des participants s'interrogent notamment sur la nature des informations qui pourraient être transmises et sur la méthodologie d'évaluation des préjudices indemnifiables. Parmi les points non consensuels, on relève que l'intervention de l'AMF comme médiateur ne peut être considérée comme subsidiaire mais constitue plutôt une alternative à la médiation interne laissée au choix de la personne qui a subi un préjudice. Un supplément d'instruction ne serait pas recevable s'il n'émane pas de la Commission des sanctions. En outre, il est ressorti l'opposition entre les partisans d'une forme d'action collective qu'ils jugent être un moyen pour « une véritable indemnisation des préjudices collectifs » et ses opposants qui considèrent qu'elle n'est pas applicable au domaine boursier. Enfin deux suggestions nouvelles ont été émises. Si le rapport de l'AMF n'a pas abordé l'amélioration de la représentation conjointe, un participant a proposé d'explorer cette voie

néanmoins. Elle devrait porter notamment sur les modes de publicité, les modes de financement et sur une simplification de la procédure de collecte des mandats.

Enfin, en s'inspirant du dispositif américain (*Federal Account for Investor Restitution (FAIR Funds)*), il a été suggéré de constituer un « fonds d'avance des frais de procédure ». Il serait destiné à faire l'avance des frais de procédure aux actions collectives et serait financé par une partie du montant des sanctions pécuniaires prononcées par la Commission des sanctions.

UFC-Que choisir (Oudin (2011)) est satisfaite du rapport et de l'évolution qui transparait dans la consultation publique. Cette association de défense des consommateurs extrait trois points du rapport et de la consultation publique qui lui semblent essentiels pour pouvoir parler d'une véritable avancée pour les épargnants. Les trois points suivants sont : une même méthode pour calculer l'indemnisation permettrait effectivement des dédommagements identiques pour les victimes selon le mode de recours emprunté et en lien avec la réalité du dommage subi. Sur leur propre initiative, les juges pourraient recourir aux services de l'AMF afin de faciliter l'accès aux preuves. Enfin, l'aménagement d'une action en représentation conjointe « améliorée » serait une possibilité laissée aux victimes pour diminuer leurs coûts de procédure et une épée de Damoclès crédible au cas où le professionnel ne souhaite pas parvenir à un règlement amiable.

Ces réactions au rapport exacerbent les positions des participants au groupe de travail. La pierre d'achoppement se situant sur le recours collectif, un consensus « instable » s'est établi à défaut sur le règlement amiable des préjudices avec le support de la médiation. La consultation publique montre notamment des désaccords sur les modalités d'application restent accessoires mais vont dans le sens d'une efficacité du dispositif. Cependant, la consultation publique du rapport montre que cette efficacité d'un règlement amiable ne suffit pas. C'est pourquoi il a été proposé d'améliorer la représentation conjointe, même si le rapport refusait d'en explorer la voie.

## 6. Conclusion

C'est sous une certaine forme de pression internationale que le groupe de travail de l'AMF a publié son rapport sur l'indemnisation des investisseurs et des actionnaires pour des préjudices minimes avec une volonté réelle néanmoins, de favoriser cette indemnisation.

A partir d'un constat de lourdeur et du coût induit par une procédure judiciaire en France, le rapport a étudié deux solutions. L'une plus pragmatique propose d'indemniser les investisseurs grâce au règlement amiable assuré par le truchement d'une médiation interne à l'établissement ou d'une médiation externe arbitrée par l'AMF. Le règlement amiable appuyé par la médiation présente l'avantage d'être peu coûteux et un recours efficace quel que soit le nombre d'investisseurs concernés. En outre, l'AMF pourrait prévenir l'apparition de litiges par des préconisations aux professionnels et assister les juges par le biais de conseils et de transmission d'informations. La seconde solution est le recours collectif et permettrait à plusieurs investisseurs concernés par le même préjudice de mutualiser les coûts d'une procédure judiciaire. Le rapport a privilégié le règlement amiable et a considéré la solution du recours collectif comme une alternative conditionnelle à son adoption par le droit français.

Cette solution suggère que la composition du groupe de travail était dominée par des membres hostiles à l'emprunt du recours collectif. Ce rapport, s'il améliore l'indemnisation des investisseurs, n'est pas néanmoins celui qui fait évoluer la position française (Quentin (2011)) vers le recours collectif et encore moins vers l'adoption d'un recours collectif étranger. En revanche, s'il n'a pas envisagé de discuter de l'amélioration de la représentation conjointe, la soumission à consultation publique du rapport a débouché sur une proposition concrète d'amélioration de cette représentation conjointe. Finalement, il ressort que la seule concession faite l'a été à partir de l'amélioration d'une solution française préexistante. C'est aussi cette solution qui a servi de réponse (Neuville et al (2011)) à la consultation publique européenne faite par l'AMF.

Par ailleurs, l'obtention d'un dispositif de règlement amiable efficace présente un avantage que nous pourrions qualifier de « clairvoyant » pour les professionnels lorsque l'on considère ces deux solutions de façon dynamique. La mise en place du dispositif de règlement amiable appuyé par la médiation, permettrait effectivement de désamorcer des conflits croissants et de repousser les limites du recours à une procédure judiciaire, d'autant que tout se passe comme si dans le raisonnement de la Commission européenne une forme de recours collectif devrait voir le jour. Un dispositif de règlement amiable suffisamment efficace permettrait donc de limiter le recours à l'action de groupe à une incitation crédible des professionnels à régler les litiges à l'amiable.

Il serait toutefois injuste de conditionner l'efficacité du dispositif de règlement amiable à la menace que pourrait représenter pour les professionnels le risque de recours collectif dès lors

que plusieurs investisseurs sont concernés par un même préjudice. L'investisseur isolé bénéficiera également de ce dispositif grâce à la possible médiation de l'AMF et à ses préconisations aux professionnels. En outre, l'intervention de l'AMF et ses préconisations permettront d'atténuer la différence entre les investisseurs sophistiqués et non sophistiqués<sup>9</sup>. Outre la capacité à saisir des opportunités du marché, l'investisseur sophistiqué se rend effectivement plus facilement compte de préjudices non flagrants qu'il aurait subis. L'investisseur non sophistiqué sera donc mieux protégé et obtiendra plus facilement une indemnisation.

### Bibliographie

1. AMF [2011a]; "Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs", Document AMF, 25 janvier 2011.
2. AMF [2011b] « Synthèse de la consultation publique sur le rapport du groupe de travail sur l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs. » Document AMF. 16 mai 2011
3. AMF [2010], "Rapport 2010 du Médiateur AMF", document AMF
4. Bonhour. A [2011] « L'AMF veut restaurer la confiance dans les marchés » : [blog.labrador.fr/2011/06/16/l'amf-veut-restaurer-la-confiance-dans-les-marches/](http://blog.labrador.fr/2011/06/16/l'amf-veut-restaurer-la-confiance-dans-les-marches/)
5. CCIP [2011], « Réaction de la CCIP au rapport de l'AMF relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs. » Les prises de position de la Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris. Février 2011.
6. CEDE [2011] ; « Les recours collectifs. Quels enjeux stratégiques et économiques? » Colloque annuel du CEDE du 28 avril 2011
7. Commission Européenne [2011]: "Towards a Coherent European Approach to Collective Redress", Commission Staff working document, SEC(2011)173 final (Public Consultation), Brussels, 4 February 2011

---

<sup>9</sup> Cette distinction est faite à partir de la connaissance du droit et de capacité à reconnaître et démontrer l'existence d'un préjudice.



8. Cour d'appel de Paris [2010] ; V. Cour d'appel de Paris, 2<sup>e</sup> pôle, 2<sup>e</sup> ch., 28 avril 2010, Vivendi c/ Gérard, n°2010-014126
9. Marini P. [2010] ; Sénat : Projet de loi de régulation bancaire et financière : Rapport. ARTICLE 2 quinquies A, Art. L. 621-14-1 du code monétaire et financier « Création d'un pouvoir de transaction de l'Autorité des Marchés financiers »
10. Neuville C., Neiter V., Prache G., Berthon J., Sicurani A, Jayr M., Rouillet M., Robert Hawes M. [2011] ; « Consultation sur le recours collectif/ Consultation on collective redress », Réponse à la consultation des signataires ci-dessous (Neuville C. et al ), membres de la Commission Epargnants de Marchés Financiers. Avril 2011
11. Oudin E [2011], « Litiges financiers, les victimes prises en compte », UFC-que Choisir de Carcassone et Narbonne. 10 juin 2011
12. Quentin D. [2011]; « Communication de M. Didier Quentin sur la communication de la Commission européenne « Vers une approche cohérente en matière de recours collectif » ». Assemblée Nationale XIIIe législature. Compte rendu de la Commission des affaires européennes N°217, 6 juillet 2011
13. Roulhac B. de [2010] ; « La Cour suprême américaine donne des arguments à Vivendi » L'Agefi. 28/06/2010
14. Sicavonline avenir finance [2011], « Comment indemniser au mieux les épargnants abusés ? ». 17/05/2011
15. Yung R. [2010] : Texte N°202 de M. Richard Yung, Sénateur, Enregistrée à la présidence du Sénat le 22 décembre 2010 [idem par M. Laurent Béteille, Sénateur]

---

---

*ESSEC Business School  
Avenue Bernard Hirsch  
BP 50105  
95021 Cergy-Pontoise Cedex  
France*

*Tél. +33 (0)1 34 43 30 00  
Fax +33 (0)1 34 43 30 01  
[www.essec.fr](http://www.essec.fr)*

*ESSEC Executive Education  
CNIT BP 230  
92053 Paris-La Défense  
France*

*Tél. +33 (0)1 46 92 49 00  
Fax +33 (0)1 46 92 49 90  
<http://formation.essec.fr>*

*ESSEC Business School  
Singapore Campus  
100 Victoria Street  
National Library Building # 13-02  
Singapore 188064*

*[essecasia@essec.fr](mailto:essecasia@essec.fr)  
Tél. +65 6884 9780  
Fax +65 6884 9781  
[www.essec.edu](http://www.essec.edu)*

---

---

### Informations

Alison Bougi  
+33 (0)1 34 43 33 58  
[bougi@essec.edu](mailto:bougi@essec.edu)  
[www.essec.fr](http://www.essec.fr)  
[research.center@essec.fr](mailto:research.center@essec.fr)

ISSN 1291-9616