

FICHE n°18

Comment réparer le préjudice financier de l'actionnaire ?

La caractérisation du préjudice financier de l'actionnaire d'une société cotée est très différente selon que la société est cotée ou non cotée. Dans une société cotée l'affichage public du cours de l'action a des conséquences spécifiques qui peuvent concerner tous les actionnaires, ceux qui ont acheté ou qui n'ont pas acheté, ceux qui ont vendu ou qui n'ont pas vendu (1). Dans une société non cotée – et in bonis – il est rare que le contentieux concerne tous les actionnaires et le contentieux ne pose pas autant de questions théoriques difficiles (2).

1. La réparation du préjudice financier d'un actionnaire d'une société cotée

a) Fondement de la réparation du préjudice

Le cas principal est celui de l'actionnaire d'une société cotée qui se trouve victime d'une perte de valeur de son titre, à raison d'un défaut d'information ou d'une information inexacte imprécise ou trompeuse qui aurait été diffusée les dirigeants de la société dans laquelle l'actionnaire est ou était intéressé.

En pareil cas, l'actionnaire subit un préjudice propre et distinct de celui de la société, laquelle ne subit pas de la même façon les conséquences de la diffusion de cette information inexacte, imprécise ou trompeuse.

La réparation du préjudice boursier de l'actionnaire peut intervenir dans ces circonstances dans le cadre d'une action en responsabilité civile de droit commun, qui nécessite la démonstration d'une faute, d'un préjudice et d'un lien de causalité entre cette faute et ce préjudice.

À cet égard, l'évaluation du préjudice boursier de l'actionnaire est essentielle pour obtenir sa réparation et obéit aux principes dégagés à ce jour par la Cour de cassation.

b) Événements pouvant fausser le cours d'une action

Il est à noter que les situations peuvent être très différentes. On peut relever divers événements de nature à créer un préjudice boursier, tels que :

- Information trop optimiste erronée ;
- Information trop négative erronée, notamment alors que la société était sur le point d'être vendue ;
- *Profit warning* différé dans le temps ;
- Annonces de nouvelles commandes erronées ;
- Annonces d'un événement social ou commercial erroné ;

c) Méthode pour évaluer le préjudice boursier

Il importe de trouver une méthode d'évaluation du préjudice propre à respecter le principe de réparation intégrale pour chaque actionnaire en fonction des événements qui l'ont directement et personnellement affecté.

Dans son arrêt Gaudriot du 9 mars 2010, la Cour de cassation a consacré la solution selon laquelle le préjudice subi par l'actionnaire consiste en une perte de chance (*Cass. com., 9 mars 2010, n^{os} 08-21.547 et 08-21.793*) :

« [...] 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 ».

Cette perte de chance de l'actionnaire, qui seule peut donc être réparée selon la jurisprudence de la Cour de cassation, suppose que sa décision d'investissement ou de conservation de son titre ait été altérée. Le préjudice que celui-ci rencontre peut alors se traduire par une perte de chance :

- d'avoir acquis ses titres à un prix plus faible que celui qu'il aurait payé, compte tenu de la circulation sur le marché d'une information optimiste erronée ;
- d'avoir pu céder ses titres à un meilleur prix, compte tenu de la circulation sur le marché d'une information négative erronée ;
- de renoncer à son investissement s'il a conservé ses titres.

Dans le cadre d'un contentieux, l'actionnaire devra en outre, pour caractériser un lien de causalité, démontrer l'incidence sur les décisions qu'il a prises ou qu'il aurait pu prendre, preuve souvent difficile à rapporter. L'actionnaire devra ainsi établir quel investissement alternatif il aurait effectué et quel résultat il aurait pu escompter de façon probante.

La doctrine a cependant souligné que la solution dégagée par la Cour de cassation de la réparation du préjudice de l'actionnaire en considération de la notion de perte de chance permettait un traitement facilité des contentieux de masse, dans la mesure où les solutions rendues en la matière tendent à allouer une somme forfaitaire identique à chaque actionnaire.

Aussi certains posent-ils la question d'évaluer de manière plus spécifique pour chaque actionnaire son préjudice boursier en mesurant l'incidence de l'information sur le cours de l'action affectée et en identifiant un rendement anormal consécutif à la diffusion de cette information.

Cette méthode consisterait à retracer le cours de bourse qu'aurait dû avoir l'action si l'information biaisée ne l'avait pas altéré, en isolant l'effet de la fausse information sur le cours des titres durant une période qui s'étend de sa date de diffusion à sa date de révélation (méthode dite *event studies methodology*, utilisée aux États-Unis).

L'évaluation du préjudice requerrait ainsi d'établir un scénario contrefactuel à partir de données de rentabilité de l'action et de la corrélation observée de celle-ci à celle d'autres émetteurs cotés comparables, en vue d'identifier le rendement anormal induit par la diffusion de cette fausse information.

Cette méthode nécessiterait par conséquent une mise en œuvre rigoureuse par l'observation des données de marché sur la période non affectée pour projeter ce qui aurait dû se passer si l'information erronée n'avait pas existé.

Elle permettrait ensuite de mesurer l'incidence pour chaque actionnaire en fonction de sa situation propre.

Toutefois, l'utilisation de la méthode de l'étude d'événements n'a pas à ce jour été utilisée en France, dont les juridictions appliquent les principes dégagés par la Cour de cassation sur le fondement de la notion de perte de chance. On ajoutera pour être complet que la méthode de l'étude d'événements fait à son tour l'objet de débats aux Etats Unis.

d) Informations à collecter et à fournir au juge par l'actionnaire au soutien d'une demande de réparation de son préjudice

- La situation financière et la nature des informations permanentes sensibles de l'émetteur et de ses concurrents ;
- Les enquêtes et rapports émis par l'AMF et l'éventuelle décision de sanctions vis-à-vis de l'information erronée ;
- Les informations contextuelles sur l'évolution du marché boursier : indices, indices sectoriels et cours des concurrents ;
- Les annonces du management et les annonces correctives ;
- Les portefeuilles des actionnaires et leur position sur le titre ;
- Les éléments démontrant que sans les informations erronées, l'actionnaire aurait réalisé des choix d'investissement différents et tous documents permettant de démontrer la valeur des gains potentiellement manqués.

Tels sont les éléments de base essentiels pour établir une approche de la faute et du préjudice personnel direct et certain pour chaque actionnaire.

2. La réparation du préjudice financier d'un actionnaire d'une société non cotée

Dans la mesure où il n'existe pas de mécanisme de publicité de la valeur des actions, les contentieux opposent le plus souvent l'acquéreur d'actions à son vendeur. Il peut cependant arriver que l'associé d'une société non cotée puisse subir un préjudice en raison d'une information trompeuse ou imprécise venue de la société ou de son dirigeant et qui aurait faussé sa décision d'acquérir ou de céder ses titres.

a) Dol subi par l'acquéreur

L'acquéreur d'actions se plaint d'un dol dans ses relations avec son vendeur. Cette situation relève d'une situation contractuelle, prévue par les articles 1137 et s. C.civ. Il permet soit une action en nullité et/ou une action en responsabilité. Si le contrat est maintenu (car il n'y a pas d'action en nullité, ce qui est le plus fréquent), le préjudice est constitué par le fait qu'on a payé trop cher. On aurait pu contracter à des conditions plus avantageuses. C'est ce préjudice qui, selon la jurisprudence, va être caractérisé par l'idée d'une perte de chance. Il s'agit selon la jurisprudence de « *la perte d'une chance d'avoir pu contracter à des conditions plus avantageuses* » (Cass.com. 5 juin 2019, n° 16-10391, Rev. soc. 2019, p.742). Est-ce justifié ?

b) Information trompeuse

L'acquéreur se plaint d'une information trompeuse donnée par le dirigeant de la société. N'est plus en cause le rapport vendeur – acquéreur, mais le rapport acquéreur-dirigeant de la société. La responsabilité du dirigeant de la société relève d'une responsabilité délictuelle (ancien art. 1382 C.civ.). La cour de cassation aurait pu appliquer la jurisprudence existant pour les sociétés cotées. Selon cette jurisprudence, le préjudice est une perte de chance causé par le fait d'avoir investi ou conservé ses titres à cause d'une mauvaise information (Cass.com. 9 mars 2010, n° 08-21547). Cette jurisprudence est-elle applicable aux sociétés non cotées ? Dans un premier arrêt dans lequel se posait cette question la Cour de cassation ne l'a pas voulu (Cass.com 16 mai 2018, n°, 16-20864, Rev. soc. 2018, p. 708). On peut estimer que la pensée de la Cour de cassation se cherche sur ce point.

version avril 2020