

LA REPARATION DU PREJUDICE FINANCIER DE L'INVESTISSEUR DANS LES SOCIETES COTEES

avec Jacques DARMON, Membre de la commission, Président de chambre honoraire au tribunal de commerce de Paris; Julie KLEIN, Rapporteur de la commission, Professeur de droit à l'Université de Rouen; André LEVY-LANG, Co-président de la commission, Professeur associé émérite à l'Université Paris Dauphine, Président du Conseil de Surveillance du quotidien Les Echos; Maurice NUSSENBAUM, Membre de la commission, Professeur de Finance à l'Université Paris Dauphine, Expert financier agréé par la Cour de Cassation et Daniel TRICOT, Co-président de la commission, Président honoraire de la chambre commerciale, financière et économique de la Cour de Cassation, Arbitre et Médiateur.

L'indemnisation des préjudices financiers des investisseurs dans les sociétés cotées a donné lieu à une suite de décisions remarquées qui ont laissées une certaine insatisfaction car elles s'appuient trop sur le concept de perte de chance.

L'heure du bilan est venue. C'est ce qu'a fait le Club des Juristes proposant à la suite des travaux de sa commission présidée par Messieurs André Levy-Lang et Daniel Tricot :

«[...] d'établir une méthode rigoureuse d'évaluation du préjudice réparable devant les juridictions civiles, fondée sur une individualisation des préjudices subis et tenant compte de l'impact réel de la fausse information sur le prix des titres financiers ».

Un tel préjudice consiste par principe dans la perte de valeur de l'investissement réalisé et non dans une hypothétique perte de chance. Cela passe par une pratique judiciaire différente, tant au niveau des conseils, des experts et des juges.

Les retranscriptions qui suivent sont celles de certains des conférenciers intervenus dans le cadre du cycle de Conférence de l'AFFIC sur le thème de la réparation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées et se proposent d'illustrer le rapport de la commission du Club des Juristes.

* * *

Utilisation des études d'événements pour analyser la variation anormale du cours d'un titre suite à une information mensongère ou bien à une manipulation de cours

Par Maurice Nussenbaum

Managing Partner – SORGEM EVALUATION
Professeur de Finance à l'Université Paris Dauphine
Expert financier agréé par la Cour de cassation
Membre d'honneur de l'AFFIC
Membre de la commission

Bien que les titres ci-dessous soient ceux de l'auteur, la mise en page du texte a légèrement été modifiée aux fins de faciliter la lecture de l'intervention

Pour analyser quel a été l'impact d'une information inexacte sur le cours d'un titre, on ne peut s'appuyer sur la méthode classique, avant-après la révélation de l'information en cause car d'autres facteurs ont pu affecter le cours et on ne pourra pas faire la part des causes.

C'est l'objet de la méthode d'étude d'événement largement utilisée par les experts devant les tribunaux américains.

Les questions auxquelles la méthode doit permettre de répondre consistent d'une part à indiquer la matérialité de l'impact de l'information litigieuse : a-t-elle entraîné un changement dans la valeur du titre significative et deuxièmement qu'elle a été le sens et l'importance de ce mouvement ?

I. La méthode d'analyse d'événement est largement utilisée dans la théorie financière pour étudier l'impact d'un événement particulier sur le cours du titre

Elle consiste à mesurer la réaction du rendement du titre par rapport à l'événement considéré. Cette réaction est obtenue en déduisant de la variation observée, l'impact de l'évolution normale du marché pour ne conserver que la partie anormale liée à l'événement étudié. On parle alors de rendement anormal ou de rendement ajusté du rendement du marché.

Pour définir le rendement anormal, il nous faut tout d'abord définir un modèle permettant de déterminer le niveau du rendement normal. Il faut ensuite observer le niveau du rendement réel et calculer la différence entre le rendement réel et le rendement normal théorique qui est justement égale à la valeur du rendement anormal.

La méthode comprend ainsi deux étapes avant de calculer la perte subie :

- déterminer le rendement normal du titre (dont on déduira ensuite la valeur).
- déterminer la fenêtre de l'événement ou encore la période affectée pendant laquelle la mauvaise information a entraîné une surévaluation du titre par rapport à sa «juste valeur».

On analyse ensuite la significativité statistique du rendement anormal observé. Des tests spécifiques sont utilisés à cet effet.

2. Il faut ensuite transformer l'évolution anormale du rendement en évolution anormale du cours c'est-à-dire mesurer l'effet en euros de l'événement considéré

Il ne suffit pas que le rendement anormal soit statistiquement significatif, il faut également que sa traduction en euros le soit.

En effet, la question la plus souvent posée dans un contexte contentieux est de savoir si une information litigieuse a eu un impact matériel sur le cours du titre et de combien.

Le cours normal et le cours anormal s'obtiennent en appliquant les rendements normaux et anormaux au même cours observé le jour précédant l'annonce de l'événement considéré.

Les dommages s'analysent comme des pertes subies « *out of pocket* » c'est à dire comme la différence entre ce que le demandeur a payé pour acheter l'action et ce qu'il aurait dû payer si la vérité avait été connue à la date de leur investissement.

En fait, les juridictions américaines distinguent le préjudice direct qui résulte de la différence entre le prix normal et le prix réel payé et le préjudice consécutif ou « *consequential* » qui représente l'impact de la baisse du cours au moment de la divulgation de la fausse information.

Selon l'exemple de Mickaël J. Kaufman³ :

Si l'investisseur a payé 100 au lieu de 60, il a subi un préjudice de 40 et si le prix baisse de 10 au moment de l'annonce de la fausse information (par ex passe de 100 à 90) il a un préjudice complémentaire de 10.

La Cour suprême indique que ce préjudice direct existe même en l'absence de baisse ultérieure du cours en dessous du prix d'achat.

3. Déterminer une perte par action acquise un jour donné ne suffit pas à établir le montant total de la perte pour investisseur donné

Il faut déterminer le nombre de titres acquis jour par jour durant la période affectée et les dates auxquelles elles ont été revendues.

4. Dans certains cas, l'étude d'événement ne suffira pas à elle seule pour établir le caractère anormal de la variation de cours

En effet si l'information mensongère consiste à fausser les résultats pour atteindre ceux qui avaient été initialement annoncés, le cours s'établira au niveau attendu. Il faudra alors mettre en œuvre un modèle d'évaluation notamment à l'aide de « *discounted cash flow* » pour montrer que le cours se serait établi à un autre niveau si les informations n'avaient pas été mensongères.

5. L'estimation des dommages soulève d'autres types de difficultés notamment lorsque le nombre des plaignants est très important

Dans un tel cas de figure, nous nous retrouvons face à une alternative qui consiste soit à évaluer les dommages pour chacun des plaignants en estimant quelle a été la différence entre son prix d'achat normal et son prix effectif, et son prix de vente effectif et ce qui aurait dû être son prix de vente normal ou bien nous procédons par une agrégation des demandeurs de façon à établir par catégorie les préjudices.

En conclusion, nous pouvons souligner que la méthode des études d'événements permet de mesurer le rendement anormal associé à une information inexacte ou mensongère.

Ces analyses doivent être menées avec une grande précaution statistique car les études d'événements portant sur un titre isolé sont plus difficilement pertinentes au plan statistique que celles qui portent sur des échantillons importants qui permettent d'éliminer une grande partie des erreurs de mesure. La mise en œuvre de cette méthode implique des travaux d'expert donnant lieu à des débats et controverses. Ces travaux sont souvent menés dans le cadre de « *class-actions* » qui permettent d'en absorber les coûts. Nous obtenons ainsi une valeur plus réaliste des préjudices subis.

* * *

Evaluation du préjudice financier : Les difficultés du juge

Par Jacques Darmon

Président de chambre honoraire au Tribunal de Commerce de Paris
Membre de la commission

Bien que les titres ci-dessous soient ceux de l'auteur, la mise en page du texte a légèrement été modifiée aux fins de faciliter la lecture de l'intervention.

Je voudrais, après ces exposés sur l'analyse juridique de la notion de préjudice financier et les méthodes statistiques d'évaluation de ce préjudice proposées par le rapport du Club des Juristes, revenir sur une problématique très factuelle, je dirai même opérationnelle et exposer les difficultés rencontrées par le juge saisi d'un tel litige.

Une remarque préliminaire :

Il existe de nombreux cas de préjudices financiers liés à des opérations boursières qui ne sont pas la conséquence d'informations fausses ou incomplètes. Nous avons eu, par exemple, à connaître au Tribunal de Commerce de Paris de la modification des tarifs de la société de marché à l'égard des intervenants du marché; ou encore du refus de retrait de la cote...