

LA SEMAINE JURIDIQUE

ENTREPRISE ET AFFAIRES

2 OCTOBRE 2025, HEBDOMADAIRE, N° 40 ISSN 1290-5119

1262

Comment évaluer le préjudice en cas de violation d'un pacte d'actionnaires ?

Étude Maurice Nussenbaum
et Sophie Schiller

828 **Banque** - 3 questions : Proposition de règlement FIDA : l'inquiétude des banques, J. Lasserre-Capdeville

838 **Protection sociale** - Pourquoi et comment mettre en œuvre l'activité partielle de longue durée rebond ? aperçu rapide C. Terrenoire

1263 **SARL** - Exercice de l'action ut singuli : la subsidiarité sous l'éteignoir, Cass. com., 7 mai 2025, note J.-M. Chandler

1264 **Arbitrage** - Le contrôle du juge de l'annulation ne peut porter ni sur la recevabilité ni sur le fond, Cass. 1^{re} civ., 2 avr. 2025, note Ph. Casson

1265 **Contrats et obligations** - Un cas de force majeure emportant de plein droit la résolution du contrat et la restitution du prix, Cass. com., 26 févr. 2025, note C. Latil

1267 **Travail** - Droit du travail, chronique sous dir. B. Teyssié

ÉTUDE SOCIÉTÉS ET ENTREPRISES EN DIFFICULTÉ

SOCIÉTÉ

En cas de violation d'un pacte d'actionnaires, la victime obtient très rarement l'exécution forcée. Elle doit alors se contenter de dommages et intérêts, sanction d'autant moins satisfaisante qu'ils sont généralement d'un montant très faible. Or, pour l'intégralité des violations contractuelles envisagées, la science financière connaît des méthodes qui permettront de chiffrer le préjudice de manière fiable et argumentée. En les utilisant, les victimes de violation pourraient établir des préjudices directs et certains et ainsi obtenir des indemnisations plus substantielles que celles accordées par le seul recours à la perte de chance.

1262

Comment évaluer le préjudice en cas de violation d'un pacte d'actionnaires ?



Maurice Nussenbaum
et Sophie Schiller



Maurice Nussenbaum est professeur émérite de finance à l'université Paris-Dauphine PSL, président du cabinet Sorgern Evaluation ; Sophie Schiller est professeur de droit privé à l'université Paris-Dauphine PSL.

1 - Contraintes juridiques imposées à toute indemnisation de préjudice. - Étant donné la difficulté à obtenir une autre sanction et en particulier l'exécution forcée, les dommages et intérêts sont la suite la plus fréquente de l'inexécution d'un pacte d'actionnaires et d'associés¹. Ils sont soumis au pouvoir souverain d'appréciation des juges du fond avec des principes posés par la Cour de cassation. Ainsi, selon une formule constante, ses différentes chambres affirment que « *le propre de la responsabilité civile est de rétablir aussi exactement que possible l'équilibre détruit par le dommage et de replacer la victime dans la situation où elle se serait trouvée* ».

¹ Pour une description des hypothèses acceptant l'exécution forcée, V. S. Schiller et D. Martin, *Guide des pactes d'actionnaires et d'associés*, 22/23 : LexisNexis, § 554 et s.

si l'acte dommageable ne s'était pas produit »², formule reprise à de nombreuses reprises depuis. Les pactes d'actionnaires et d'associés étant des contrats, les dommages résultant de leur inexécution relèvent de la « responsabilité contractuelle », selon l'intitulé de la section du Code civil consacrée à ce sujet depuis l'ordonnance de réforme du droit des contrats du 10 février 2016. Le créancier doit donc définir et prouver « la perte qu'il a faite et [le] gain dont il a été privé » (C. civ., art. 1231-2). En outre, le dommage doit être certain, direct et prévisible lors de la conclusion du contrat. Il est alors évalué à la valeur au jour du jugement. Compte tenu de la difficulté à établir ces différents caractères, les juges accordent des indemnités généralement très faibles en cas de violation d'un pacte d'actionnaires ou d'associés. Ils indemnisent souvent en recourant à la perte de chance, d'autant plus que le bénéfice ou l'absence de dommage attendu de l'exécution de l'obligation est rarement certain, dépendant souvent de la survenance d'un autre événement pas certain de se produire, mais seulement possible dans le cours normal des choses.

2 - Indemnisation fréquente par la reconnaissance d'un préjudice moral. - La difficulté d'évaluation explique également les demandes d'indemnisation pour préjudice moral. Les juges en limiteraient l'expansion en le réparant mal³, « *grands principes, petits montants* » a-t-il été observé⁴. Ainsi, comme tous les dommages, ils ne seront réparés que s'ils sont certains, ce qui suppose pour la partie demanderesse de les établir devant le juge. Dans un jugement du 20 mai 2022⁵, le tribunal de commerce de Paris a accordé un préjudice moral à la suite de l'inexécution d'une promesse contenue dans un pacte mais le demandeur ne fournissant « *aucun élément pour justifier du montant de son préjudice, [...] au vu du contexte et usant de pouvoir d'appréciation, le Tribunal l'évaluera à 5 000 €* ». Même si la victime de l'inexécution est une personne morale, les juges ne refusent pas de reconnaître qu'elle puisse subir un préjudice moral, en particulier en matière de diffamation, d'atteinte à la réputation, ou d'agissements de concurrence déloyale desquels il s'infère nécessairement l'existence d'un préjudice pour la société qui en est victime, « *fût-il seulement moral* »⁶. Plus généralement, pour la Cour de cassation, une société est en droit d'obtenir réparation du préjudice moral qu'elle subit⁷. Comme il est affirmé très justement, « *la jurisprudence admet que [les*

personnes morales] puissent souffrir d'un préjudice moral. L'adjectif ne paraît pas toujours adéquat. Ainsi, quand est réclamée l'indemnisation de la perte d'attractivité, notamment commerciale, de la personne morale, il serait normal de mesurer l'indemnisation à la gravité des conséquences qui en résultent dans son activité »⁸. Selon cette logique, pour un financier, un préjudice moral d'image s'appréciera soit par les coûts de reconstitution de l'image soit par ses effets sur les résultats et sur la valeur du fonds de commerce.

3 - Quantification par l'évaluation des flux. - Plus globalement, quel que soit le préjudice, qu'il soit moral ou économique, sa quantification devrait reposer sur l'évaluation de flux car, même s'il s'agit de dépréciation d'un actif, il conviendra de définir la perte de revenus passés ou futurs associés à cette dépréciation d'actif. L'impact des violations suppose une appréhension de ses conséquences pour la partie lésée. Ces conséquences peuvent être effectives ou potentielles. Il sera parfois nécessaire de construire un (des) scénarios contrefactuels afin d'objectiver ce qui se serait passé en l'absence de violation, selon une démarche classique pour évaluer le préjudice en droit de la concurrence ou même devant l'OMC⁹. De même, la réparation du préjudice de concurrence déloyale peut être évaluée en prenant en considération l'avantage indu que s'est octroyé l'auteur des actes de concurrence déloyale¹⁰. Cette jurisprudence énonce qu'une présomption de préjudice ne dispense pas le demandeur de démontrer l'étendue de celui-ci, mais elle permet au juge une moindre exigence probatoire. Ces différentes démarches permettront d'évaluer les préjudices causés par la violation d'un pacte d'actionnaires, qu'ils s'agissent de clauses organisant le capital (1), ou de droits financiers (2) ou politiques (3) des associés.

1. Droits sur le capital

4 - Variété des clauses. - Les clauses qui organisent la circulation de droits sociaux sont extrêmement variées et fréquentes. Elles peuvent être divisées en deux catégories. La première contient toutes les stipulations qui visent à limiter la possibilité de vendre ou celle d'acheter. Les cessions peuvent ainsi être restreintes par des clauses d'agrément ou de préemption, ou même empêchées par des clauses d'inaliénabilité ou de *lock up*. La clause peut aussi imposer des contraintes non pas au vendeur mais à l'acheteur qui sera limité dans ses possibilités d'acquisition par une clause

2 Cass. 2^e civ., 28 oct. 1954 : Bull. civ. II, n° 328.

3 Ph. Malaurie, L. Aynès et Ph. Stoffel-Munck, *Droit civil, Droit des obligations* : LGDJ, 11^e éd., 2020, § 162.

4 J. S. Borghetti, obs. ss Cass. 1^{re} civ., 25 janv. 2017, n° 15-27.898 : *JurisData* n° 2017-000976 ; *RDC* 2017, n° 2, p. 231.

5 T. com. Paris, 16^e ch., 20 mai 2022, n° 2021039253 : *JurisData* n° 2022-020677 ; *JCP E* 2022, 1403, M. Brochier et S. Schiller.

6 Cass. com., 22 oct. 1985, n° 83-15.096 : Bull. civ. IV, n° 245, et nombreuses autres décisions.

7 Cass. com., 15 mai 2012, n° 11-10.278 : *JurisData* n° 2012-010606 ; Bull. civ. IV, n° 101 ; *JCP E* 2012, 1510, R. Mortier ; *Contrats, conc. consom.* 2012, comm. 205, M. Malaurie-Vignal.

8 M. Nussenbaum, *La réparation du préjudice extrapatrimonial*, P. Le-tourneau (ss dir.) : Dalloz, *Thèmes et Commentaires*, 2009, p. 395-443 ; *Droit de la responsabilité et des contrats, régimes d'indemnisation* : *Dalloz Action*, 2018-2019.

9 H. Ruiz Fabri et P. Monnier, *OMC-Chronique du règlement des différends 2017-2018* : *JDI* 2018, chron. 7.

10 Cass. com., 12 févr. 2020, n° 17-31.614, FS-P+B+R+I : *JurisData* n° 2020-001762 ; Bull. : *JCP E* 2020, 1363, T. D'Alès et P. Tiberhien ; *Contrats, conc. consom.* 2020, comm. 74, S. Bernheim-Desvaux ; *Contrats, conc. consom.* 2020, comm. 62, M. Malaurie-Vignal.

La nullité de la cession intervenue en violation de toutes ces clauses posant une interdiction de vendre ou d'acheter sera très rarement prononcée

de *standstill agreement*. L'évaluation du préjudice en cas de violation sera envisageable par la théorie des options (A) ou par les conséquences de la modification de la géographie du capital (B).

A. - Variation de valeur quantifiée à l'aide de la théorie des options

5 - **Évaluation financière de la violation d'une interdiction de vendre ou d'acheter.** - La nullité de la cession intervenue en violation de toutes ces clauses posant une interdiction de vendre ou d'acheter sera très rarement prononcée¹¹. C'est doublement regrettable, à la fois pour l'efficacité de ces stipulations mais aussi, comme l'a expliqué un auteur, parce que cette solution « assure alors une réparation en nature sans que l'on ait à résoudre la question délicate (à la réponse un peu divinatoire et généralement guère dissuasive) de l'évaluation des dommages-intérêts »¹². Il est vrai que les juges du fond retiennent le plus souvent des évaluations des préjudices qui sont peu élevées, et de ce fait peu dissuasives de violer la stipulation, justement en raison de la difficulté à évaluer le montant. Or, en fait, si on analyse la signification économique d'une interdiction de vendre, on peut l'analyser comme la cession d'une option de vente à un prix plus ou moins favorable qui, si elle n'est pas respectée pourrait être appréciée à la valeur de cette option qui correspond à la décote d'illiquidité attachée à ces actions. En effet, en l'absence de clause particulière, le détenteur d'une action a le droit de la vendre comme il lui plaît. S'il renonce à ce droit, il se prive d'une option qui peut être évaluée en tant que telle c'est-à-dire en considérant ses deux composantes, sa valeur intrinsèque qui est la différence entre la valeur du sous-jacent et son prix d'exercice, c'est-à-dire le prix auquel peut être cédée l'action, et la valeur temps qui constitue la prime que l'acheteur d'un *put* (option de vente) accepte de payer en plus de sa valeur intrinsèque pour rémunérer le fait qu'il dispose de temps pour exercer son droit et donc de chances pour que la situation évolue favorablement notamment lorsque le prix d'exercice est supérieur au cours actuel. Le modèle de Black et Scholes (B & S), communément utilisé pour évaluer des options, porte principalement sur l'évaluation de la valeur temps avec des méthodes probabilistes. La valeur du *put* dépend de ses différentes composantes, notamment le prix d'exercice, et de la valeur du sous-jacent. Plus le prix d'exercice est élevé plus la valeur du *put* augmente. Il en est de même pour la valeur du sous-jacent,

plus elle est faible, plus la valeur du *put* augmente.

EXEMPLE

→ Soit une action évaluée à 100 € aujourd'hui, avec une valeur future à 2 ans espérée de 120. J'ai ainsi un espoir de

gagner 20 € dans 2 ans. Grâce à la méthode B & S, cette option d'achat de prix d'exercice 100 et de durée 2 ans, est évaluée par le modèle à 10 €. Si j'y renonce par une clause d'inaliénabilité, je perds potentiellement 10 € que je gagne si je viole la clause.

L'analyse est *a priori* différente pour apprécier la signification économique de l'interdiction d'acheter, car celui qui s'est engagé ne dispose *a priori* pas de l'action. En fait, cette interdiction fait perdre à celui qui s'y engage une opportunité potentielle dont la valeur correspond à la plus-value potentielle qu'il réaliserait en acquérant, opportunité dont est privé celui qui n'a pas le droit d'acheter.

On peut là aussi analyser la violation de cette interdiction à l'aide de la théorie des options. En acceptant de ne pas acheter, celui qui s'est engagé a cédé un *call* (option d'achat) au prix d'exercice équivalent au prix d'achat potentiel, qui peut être le moins élevé de la période ou bien une moyenne sur la période et dont le sous-jacent constitue le prix aujourd'hui de l'action. De ce fait, le demandeur disposera du droit d'obtenir l'équivalent de la possibilité de racheter l'action aux mêmes conditions, c'est-à-dire la valeur de ce *call*. En condamnant l'auteur de la faute à payer la valeur de ce *call* pour lequel devra également être définie la durée d'exercice, cela reviendra à lui faire restituer toute plus-value éventuelle.

6 - **Évaluation de la violation d'une clause de préférence.** - En cas de violation d'un pacte de préférence, les rares réponses judiciaires permettent de comprendre comment les juges surmontent concrètement les difficultés d'évaluation. Il est établi que le préjudice réparable recouvre les pertes effectivement subies par le bénéficiaire, c'est-à-dire les dépenses exposées en raison de l'inexécution ou dans la perspective de l'exécution du pacte et le gain dont il a été privé. À cet égard, s'il est envisageable, théoriquement, d'indemniser le gain que l'exécution du contrat devait lui procurer¹³, la Cour de cassation se borne à indemniser la perte de chance d'acquiescer l'objet de l'aliénation¹⁴. La perte d'une chance « constitue en soi un élément de préjudice indemnisable » quand bien même le bénéficiaire n'aurait pas eu l'intention d'exercer son droit¹⁵. Toutefois, les arrêts rendus sur cette question ne permettent pas de mesurer l'importance de la réparation accordée. Un auteur considère qu'« il n'est pas sûr que la reconnaissance de la perte

11 S. Schiller et D. Martin, *Guide des pactes d'actionnaires et d'associés*, 25/26 : LexisNexis, 2025, § 578-580.

12 Ph. Delebecque, note ss Cass., ch. mixte, 26 mai 2006, citée par Th. Piazzon, *Retour sur la violation des pactes de préférence* : RTD civ. 2009, p. 433.

13 Y.-M. Laithier, *La distinction entre « intérêt positif » et « intérêt négatif » à l'épreuve des avant-contrats*, in *L'avant-contrat, Actualité du processus de formation des contrats* : PUF, coll. CEPRISCA, 2008, p. 156.

14 Cass. 1^{re} civ., 18 avr. 2000, n° 98-13.620 : JurisData n° 2000-001632.

15 Cass. 1^{re} civ., 18 avr. 2000, n° 98-13.620, *préc.*

de chance s'accompagne d'une indemnisation plus généreuse qu'en matière de rupture des pourparlers. Il convient par conséquent de songer à introduire dans le pacte une clause pénale ou une évaluation conventionnelle du préjudice »¹⁶. Les règles jurisprudentielles sont appliquées avec grande rigueur. Il y a perte de chance définie comme « la disparition actuelle et certaine d'une éventualité favorable »¹⁷. Les dommages et intérêts alloués ne sont qu'une fraction de l'avantage espéré, apprécié selon la probabilité retenue. L'indemnité n'est donc pas égale à la totalité du gain espéré, dont l'obtention, par hypothèse, est aléatoire. Reste à surmonter la difficulté à déterminer la probabilité. L'évaluation des juges du fonds est souveraine et les éléments apportés par les parties seraient précieux¹⁸.

Néanmoins, les juges rejettent parfois le recours à la perte de chance pour raccorder une indemnisation plus importante. Mr Bricolage était bénéficiaire d'un pacte de préférence qui avait été violé pour vendre les actions à Bricorama. La Cour de cassation a considéré que la cour d'appel ayant relevé que la préemption exercée par le bénéficiaire était « valide et définitive », le préjudice réparable ne pouvait s'analyser comme une simple perte de chance de contracter¹⁹. L'arrêt évoque par ailleurs des indications rares sur le préjudice à prendre en compte tenant à la perte de représentation de l'enseigne et à la dévalorisation de la marque, car la violation du pacte de préférence a privé le bénéficiaire d'une position favorable au profit du tiers acquéreur. En se rattachant à la notion d'option de vente (ou d'achat) déjà évoquée²⁰, on dispose d'une approche méthodologique rationnelle économiquement qui évite de recourir à l'arbitraire attaché à la perte de chance. En effet, dans le cas de l'interdiction de vendre, c'est la valeur de l'option de vente, qui va constituer la valeur de l'indemnité car c'est l'optionnalité, dont le détenteur du droit a été privé, qui a une valeur.

B. - Variation de valeur quantifiée par la modification de la géographie du capital

7 - Évaluation par la valeur du maintien d'une géographie du capital. - Toutes les stipulations relatives au capital ont le même objectif : maintenir une certaine géographie du capital, tant dans les équilibres que par la personnalité des titulaires des titres. Leur violation entraîne donc la perte de la position visée (contrôle, minorité de blocage) et indirectement l'entrée d'une personne qui l'on ne souhaitait pas. Elles ont pour objectif de

maintenir une répartition du capital déterminant le pouvoir (capital dans la famille, dans un partenariat grâce à la préférence ou l'agrément) ou une position de vendre dans de meilleures conditions.

Deux éléments doivent être pris en compte pour évaluer les préjudices en cas de violation : d'une part les gains reconnus pour celui qui réunit un certain pouvoir (1°) et, d'autre part, les conséquences de certaines clauses sur la liquidité des titres (2°).

1° Gains reconnus pour les titulaires d'un pouvoir significatif

8 - Définition du contrôle. - La valeur du contrôle peut être appréciée à partir des primes de contrôle que l'on constate sur le marché boursier lors des prises de contrôle par OPA. La notion de contrôle connaît plusieurs définitions légales posées par l'article L. 233-3 du Code de commerce. L'une est reprise par la norme comptable IFRS 10. Il s'agit du pouvoir de diriger et d'influencer les décisions du groupe tout en étant exposé à des rendements variables et en ayant la capacité d'influer sur le montant des rendements. Cette notion permet de décider quel est le mode de consolidation des comptes approprié (intégration globale, partielle ou mise en équivalence). Le contrôle selon cette règle se distingue de la majorité du capital et des droits de vote. Pour le droit boursier, le contrôle est soumis à plusieurs conditions, mais dépend des droits de vote détenus et du pouvoir qu'ils assurent. Il est présumé dès lors qu'une personne détient au moins 40 % des droits de vote lorsqu'aucun autre associé ou actionnaire ne détient directement ou indirectement une fraction supérieure à la sienne. Mais il est également acquis lorsqu'une personne détermine, en fait, par les droits de vote dont elle dispose, les décisions dans les assemblées générales de cette société. Cette définition connaît une interprétation extensive dans l'arrêt VIVENDI de la cour d'appel de Paris du 22 avril 2025²¹. Les juges ont précisé qu'il faut porter une attention particulière au cas où une personne détermine en fait par les droits de vote dont elle dispose les décisions dans les assemblées générales de cette société et cela sans référence à aucune majorité des droits de vote (§ 170 de l'arrêt) en particulier lorsque l'actionnariat est très diffus (§ 173 et 174 de l'arrêt).

9 - Reconnaissance de la valeur du contrôle. - Le Conseil constitutionnel a reconnu que « le prix d'acquisition d'un ensemble d'actions donnant à un groupe d'acquéreurs le contrôle [d'une] société [doit être] fixé en tenant compte de cet avantage spécifique »²². Ce différentiel est tellement reconnu que les règles de droit boursier imposent la garantie de cours pour que les actionnaires minoritaires puissent également profiter de cette plus-value. Son existence a également été affirmée par les tribu-

16 G. Pillet, Rép. civ. Dalloz, V° Pacte de préférence. .

17 Cass. 1^{re} civ., 4 juin 2007, n° 05-20.213 : JurisData n° 2007-039205 ; Rev. proc. coll. 2008, comm. 145, S. Gjidara-Decaix ; RD bancaire et fin. 2007, comm. 232, S. Piédelièvre ; JCP G 2007, II, 10180, Fr. Ferrière.

18 M. Nussenbaum, La perte de chance ou la question des aléas : Contrat, conc. consom. 2019, étude 10.

19 Cass. com., 20 sept. 2016, n° 15-10.963 : JurisData n° 2016-018973 ; Rev. sociétés 2017, p. 77, comm. F. Pasqualini et G. Marain ; Dr. sociétés 2017, comm. 2, R. Mortier.

20 V. n° 5.

21 CA Paris, pôle 5, ch. 7, 22 avr. 2025, n° 24/19036 : Dr. sociétés 2025, comm. 74, J. Granotier ; RD bancaire et fin. 2025, étude 5, P. Barban.

22 Cons. const., 18 sept. 1986, n° 86-217 DC : JurisData n° 1986-601407 ; Rev. sociétés 1986, p. 606, note Y. Guyon.

La valeur du contrôle est liée aux critères qui le définissent et donc aux avantages dont bénéficie ou anticipe de bénéficier l'actionnaire détenant ces pouvoirs

naux qui ont distingué « la cession d'actions minoritaires ou d'un bloc de contrôle majoritaire »²³ et ont admis que les actionnaires qui perdaient le contrôle subissaient un préjudice personnel susceptible d'indemnisation²⁴. « On savait que le contrôle avait un prix ; sa perte a également un coût »²⁵. La Cour de cassation, dans un arrêt du 2 décembre 1997, a reconnu l'existence d'une décote de 25 %, justifiée par le fait que la détention des titres ne conférait aucune position de contrôle dans la société détenue, en soulignant que les titres minoritaires, après la prise de contrôle par la société majoritaire, avaient nécessairement une valeur moindre puisqu'ils ne pouvaient plus permettre par quiconque l'acquisition d'une position majoritaire²⁶.

10 - Éléments permettant d'apprécier la valeur du contrôle. -

La valeur du contrôle est liée aux critères qui le définissent et donc aux avantages dont bénéficie ou anticipe de bénéficier l'actionnaire détenant ces pouvoirs. Elle peut provenir de la gestion plus efficace des actifs par l'actionnaire qui veut prendre le contrôle. Comme dans une bataille pour le contrôle, mettant en concurrence plusieurs acheteurs potentiels, l'initiateur va offrir aux actionnaires tout ou partie des avantages attendus et une mesure du contrôle sera obtenue à travers la prime de contrôle offerte aux minoritaires qui se mesurera généralement par la prime offerte par rapport aux cours de Bourse au moment de l'annonce.

La prime que peut offrir l'initiateur dépend de la sous-évaluation qu'il perçoit par rapport la valeur intrinsèque mais également des synergies attendues qui ne sont pas nécessairement révélées au marché et qui dépendent de l'intensité de la concurrence entre compétiteurs dans les batailles pour le contrôle. Dès lors qu'on ne connaît pas toujours de l'extérieur ces avantages, on ne peut pas les quantifier et on ne peut mesurer la valeur du contrôle qu'à travers les primes extériorisées lors des prises de contrôle. On peut également constater des primes lors de l'acquisition de blocs susceptibles de conduire à l'acquisition du contrôle. Une étude des primes payées à l'occasion de transactions intervenues sur des cibles cotées dont le siège est situé en Europe de l'Ouest entre le 1^{er} janvier 2006 et le 31 juillet 2017

(2 406 transactions) fait ressortir des niveaux moyens autour de 14 % à la date d'annonce et de 27 % à la date des rumeurs, et indique que les primes dépendent positivement de la taille du bloc acquis²⁷. Il faut également rappeler que ces primes se mesurent

soit par rapport au dernier cours de la Bourse avant l'annonce officielle soit par rapport à la valeur intrinsèque calculée par l'expert indépendant lors des offres publiques donnant lieu à des attestations d'équité.

Tout comme le contrôle qui est valorisé par les avantages qu'il procure, sa perte peut s'apprécier par ses conséquences. Le détenteur d'un bloc lui assurant un contrôle, et qui serait amené à le perdre du fait d'un autre actionnaire, pourrait connaître une baisse de valeur s'il doit le céder. Cette décote résulte du changement de nature du bloc qui passe de bloc de contrôle à bloc important d'actions qui, ne détenant plus de pouvoir de contrôle, va être affecté de la difficulté à trouver un acquéreur vu la taille relativement importante de la participation à céder et de la perte de pouvoir associée. Sa valeur est non seulement diminuée de la perte de contrôle mais subit en plus, du fait de sa taille importante, une décote liée à l'illiquidité²⁸. Cette décote d'illiquidité dépend notamment de la taille du bloc et de la part qu'il représente dans le flottant.

La même situation s'observe pour la perte de minorité de blocage. L'évaluation peut soit être réalisée à partir d'éléments de comparaison²⁹ soit à partir d'une analyse concrète des conséquences de cette perte (par exemple la perte d'influence sur les distributions de dividendes).

En conclusion, la valeur reconnue du contrôle et celle des minorités de blocage établissent une reconnaissance de la valeur du pouvoir du détenteur de ces blocs, bien qu'une partie du prix soit liée à des synergies *a priori* non connues des extérieurs.

11 - Conséquences sur l'évaluation du préjudice en cas de violation d'une clause de sortie conjointe, *tag along* ou *drag along*. -

Certaines clauses relatives à la circulation des droits sociaux créent non pas une interdiction mais une obligation par exemple de vendre comme celles de *drag along* qui obligent une partie à vendre ses actions au cas où une autre vendrait les siennes. L'objectif poursuivi est généralement d'atteindre un seuil qui déclenche une surcote. En cas de violation de la clause, le préjudice correspondra à la perte de cette surcote ou prime dont la valeur a été établie. En revanche la clause de *tag along* permet au minoritaire de vendre si une offre était faite au majoritaire, afin de lui offrir le bénéfice de la prime de majorité. C'est une même

23 Cass. com., 12 mai 2004 : Bull. civ. IV, n° 94 ; RTD civ. 2004, p. 500 et s., obs. J. Mestre et B. Fages. - Une jurisprudence antérieure ayant admis l'originalité de la cession massive de droits sociaux en affirmant sa nature commerciale : Cass. com., 11 juill. 1988 : Rev. sociétés 1989, p. 45 ; RD bancaire et fin. 1988, p. 201, M. Jeantin et A. Viandier.

24 Cass. com., 18 févr. 1997 : Bull. civ. IV, n° 59, p. 52 ; RJDA 5/97, n° 5, p. 391, note A. Couret ; Dr. sociétés 1997, comm. 75, note Th. Bonneau ; D. 1998, Somm., p. 181, note J.-Cl. Hallouin ; Bull. Joly Sociétés 1997, § 173, p. 408, note J.-J. Daigre. - Et sur renvoi CA Douai, 15 nov. 1999 : Bull. Joly Sociétés 2000, § 83, p. 409, note J.-J. Daigre.

25 J.-J. Daigre note ss CA Douai, 15 nov. 1999, préc.

26 Cass. com., 2 déc. 1997, n° 95-22.256.

27 Étude PWC sur les primes de contrôles, 2^e éd., 2018, citée par le rapp. SFEV « Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières », 2018, p. 10.

28 V. Rapp. SFEV, juin 2018, ann. 3.

29 V. données sur les cessions de blocs dans le rapp. SFEV, 2018.

surcote ou prime dont serait privé le minoritaire qui subirait l'inexécution de cette clause. Ainsi, la reconnaissance de la valeur du contrôle contribue à définir la valeur du préjudice de celui qui subit l'inexécution d'une clause de *drag along* ou *tag along*.

Ces clauses peuvent s'analyser également comme des options d'acheter (*drag along*) et de vendre (*tag along*) qui sont activées lors d'une opération de cession. Faute de décision des juridictions de recours, c'est un jugement du tribunal de commerce de Paris qui donne une indication sur la position des juges pour évaluer le préjudice en cas d'application contrainte d'une telle clause, ce qui permet d'extrapoler sur la valeur du préjudice en cas de violation³⁰. Un fonds d'investissement a été obligé de vendre ses titres en application de la clause de cession forcée. Il considère que son préjudice, correspond « à la différence entre le prix de vente effectif de ses titres et celui qu'il aurait perçu dans le cadre d'un processus d'ouverture de capital », c'est-à-dire 12,5 M € en raison de l'exécution biaisée du pacte. Le tribunal se livre à une analyse très précise du préjudice, en utilisant la méthode de la perte de chance. Il relève d'abord que les actionnaires en place après la cession forcée ont reçu un dividende de 21 M € et que la victime avait une probabilité de 100 % de le recevoir si elle n'avait pas cédé ses titres. Si la victime avait conservé ses titres, il explique ensuite qu'elle aurait eu une probabilité de 80 % d'encaisser les 89 M €, produit d'une cession partielle intervenue par la suite et une probabilité de 50 % de valoriser le restant à la valeur établie le jour du jugement. La participation étant de 13,47 %, la société évaluée à 198 M € et la cession forcée ayant permis de toucher 5,2 M €, le tribunal calcule que le préjudice est de « $13,47 \% \times (21 + (80 \% \times 89) + 50 \% (198 - 89)) - 5,2 = 19,8 \text{ M €}$ ». Cette évaluation se situant *ex-post* a l'avantage de s'appuyer sur des données réelles même si elle utilise des coefficients de probabilité justifiés uniquement par le pouvoir d'appréciation du tribunal. Elle suit une logique financière équivalente à celle qui pourrait être appliquée pour évaluer le préjudice par la perte de la prime de contrôle ou de l'option en cas de violation d'une clause de *tag* ou *drag along*.

12 - Évaluation à la suite du pouvoir perdu en cas de violation d'une clause d'agrément, de préférence ou de préemption. - De nombreux mécanismes permettent de choisir ses co-associés. L'étude des pactes publiés sur le site de l'AMF montre que sont constitutifs d'une action de concert, donc d'un pouvoir exercé à plusieurs, non seulement des engagements qui portent sur des votes, mais également souvent d'autres relatifs à la circulation du capital. Certains pactes caractérisant une action de concert ne contiennent même que des engagements sur le capital, c'est-à-dire qu'ils n'accordent que le pouvoir de choisir ses co-associés³¹.

Des clauses d'agrément, de préemption, de préférence ou d'inaliénabilité permettent ainsi d'organiser un pouvoir ensemble. Leur violation entraîne souvent l'entrée d'un tiers non souhaité par les parties victimes de la violation. Pour évaluer le préjudice causé par l'entrée de ce tiers, il est possible d'envisager l'option perdue³², ou de rechercher les inconvénients subis par les victimes à ne plus être associées à certaines décisions ou bien en la perte d'un pouvoir de co-contrôle. Cela relève de différentes situations qu'il convient d'examiner au cas par cas. Si ces inconvénients se ramènent à une perte de valeur du bloc détenu par les victimes qui se partageaient avant la violation la valeur du contrôle, le préjudice peut consister en la perte de prime de contrôle à laquelle s'ajoute la décote d'illiquidité analysée plus haut que l'on pourrait apprécier en analysant les décotes observées sur les cessions de blocs sans contrôle. On constate que celles-ci dépendent notamment de la taille du bloc car plus ce bloc est gros plus il peut être difficile de le céder sur le marché³³. On pourrait également analyser la différence de valeur du bloc avec ou sans le tiers.

La perte du contrôle ou de la minorité de blocage crée un préjudice en raison de la perte des pouvoirs associés à ces seuils. Pour évaluer le préjudice que subirait la victime d'une violation de ses droits lui conférant une détention de capital définie, que ce soit par violation d'une clause d'inaliénabilité, de *lock up*, sortie conjointe, ou même d'agrément ou de préemption, il faut apprécier les synergies potentielles perdues.

EXEMPLE

➔ A et B se regroupent pour avoir le contrôle, définir la stratégie de la société et éviter l'entrée de C, tiers qui poursuivrait une autre stratégie. B viole le pacte et vend à C. Le préjudice subi par A dépendra d'abord de la probabilité de bénéficier d'une meilleure gestion assurée par le pouvoir détenu par A/B que par celui de A/C. Si c'est un concurrent, l'étude comparée des stratégies des différentes entreprises en cause pourra être riche d'enseignement sur ces synergies stratégiques possibles. Par ailleurs, doit aussi être prise en compte la probabilité que cette meilleure gestion aurait été mise en place si le pouvoir A/B avait été maintenu³⁴. Plus les engagements contractuels qui assuraient le binôme A/B étaient forts, le capital peu dispersé et leur contrôle établi, plus cette probabilité est forte. Si on considère que la prime de contrôle comprend d'une part les avantages intrinsèques liés au contrôle et d'autre part les avantages liés aux synergies il conviendra de distinguer ces deux composantes dans l'analyse du préjudice.

13 - La bataille Hermès - LVMH. - Cette bataille illustre la problématique exposée ci-dessus. En octobre 2010, LVMH annonce

30 T. com. Paris, 25 mars 2022, n° 2020007590, in *Chronique Les pactes d'actionnaires et d'associés. Un an de jurisprudence du tribunal de commerce de Paris* : JCP E 2022, 1403, n° 5.

31 Th. Bonneau, P. Pailler, A.-C. Rouaud, A. Tehrani et R. Vabres, *Droits financiers* : LGDJ, 2^e éd., 2019, p. 742, § 1134.

32 V. n° 5-6.

33 V. n° 10.

34 Rapp. SFEV préc., p. 13.

Académiques et praticiens s'accordent sur l'idée que l'incessibilité a un coût et qu'un actif incessible a une valeur moins importante qu'un actif cessible

détenir 17,1 % du capital d'Hermès. Ces actions ont été acquises via des produits dérivés (*equity swaps*) contournant l'obligation de déclaration immédiate de franchissement de seuil. En décembre 2010, la famille Hermès crée la holding H51 regroupant plus de 50 % du capital pour verrouiller le contrôle. L'AMF va infliger une amende à LVMH pour manquement à l'obligation de transparence. Un accord transactionnel sera signé en septembre 2014 entre Hermès et LVMH mettant fin au conflit, LVMH, transférant les actions acquises à ses propres actionnaires et s'engageant à ne plus en acquérir pendant 5 ans. En fait, LVMH va bénéficier d'une importante plus-value sur les titres acquis car elle va en conserver une partie significative (environ 17 à 18 %). Il n'y a pas eu d'indemnisation de Hermès en dehors du débouclage de cette velléité de prise de contrôle qui constitue de fait une réparation en nature du préjudice.

2° Gains ou pertes liés aux conséquences de certaines clauses sur la liquidité des titres

14 - Conséquences en termes de coûts des inconvénients de l'illiquidité. - Académiques et praticiens s'accordent sur l'idée que l'incessibilité a un coût et qu'un actif incessible a une valeur moins importante qu'un actif cessible. De nombreuses études académiques et empiriques ont mis en évidence l'existence d'une décote pour absence de liquidité. Parmi les clauses figurant dans les pactes d'actionnaires, certaines visent à améliorer

la liquidité (sortie conjointe, introduction en Bourse, *tag along*), d'autres ont pour effet de la réduire (inaliénabilité, préférence, préemption). La position des juges n'est pas toujours très cohérente sur ce sujet. Ainsi, la Cour de cassation a jugé que l'existence d'une clause d'inalién-

nabilité dans un acte de donation n'affectait pas la valeur des titres objets de la donation³⁵. Bien que cela puisse s'entendre du fait que c'est le donateur qui crée parfois volontairement cette perte de valeur pour diminuer les droits de donation à payer. S'il est établi que la clause a d'autres justifications que l'abaissement des droits de donation, par exemple de maintenir la solidarité familiale, elle crée alors une véritable perte de valeur. Cette décision a été jugée incohérente³⁶ avec la prise en compte de la clause d'agrément par un arrêt du 1^{er} avril 1997³⁷. Si une clause créant de l'illiquidité entraîne une perte de valeur, sa violation entraîne un gain.

15 - Synthèse de la variation de valeur par la modification de la géographie du capital. - Les deux sources de préjudice sont la perte de synergies potentielles ou réelles et la perte de liquidité. La perte de synergie se produit dans tous les cas de violation qui empêchent le regroupement avec un associé susceptible d'en faire bénéficier. En revanche, concernant la liquidité, sauf dans le cas d'une clause de *tag along*, de sortie conjointe ou d'introduction en Bourse, la violation a un effet positif sur la liquidité. Les éléments permettant la valorisation peuvent être résumés ainsi :

Type de clause	Impact des synergies sur la valorisation du préjudice en cas de violation	Impact de la liquidité sur la valorisation du préjudice en cas de violation
<i>Tag along</i> , sortie conjointe, introduction en Bourse.	Oui si stratégie plus performante du nouvel actionnaire par rapport à l'ancien	Négatif car la clause favorise liquidité.
<i>Drag along</i> , inaliénabilité, préemption/préférence agrément.	Oui si stratégie plus performante du nouvel actionnaire par rapport à l'ancien.	Positif car violation rétablit la liquidité.

³⁵ Cass. com., 6 févr. 2007, n° 05-12.939 : *JurisData* n° 2007-037254 ; Dr. sociétés 2007, comm. 105, J.-L. Pierre ; RJF 6/2007, n° 759.

³⁶ Rapp. SFEV préc., p. 33.

³⁷ Cass. com., 1^{er} avr. 1997, n° 95-12.723.

16 - Conclusion de l'évaluation du préjudice en cas de violation d'une clause de capital. - Les rares décisions rendues sur ce sujet montrent que les préjudices sont évalués avec peu de sécurité et un certain arbitraire, le plus souvent par le recours à la perte de chance. En se rattachant à la notion d'option de vente ou d'achat³⁸ ou à la valeur des synergies et de la liquidité perdues³⁹, on dispose d'une approche méthodologique rationnelle économiquement qui permet d'établir avec fiabilité un préjudice direct et certain en cas de violation d'une clause d'inaliénabilité, interdisant d'acheter, d'agrément, de préférence ou de préemption, *tag ou drag along*.

2. Droits financiers

17 - Évaluation du préjudice lié à la perte de dividendes prévisionnels. - Les clauses de pactes d'associés ou d'actionnaires qui organisent des droits financiers sont elles aussi très fréquentes. Ils prennent généralement la forme de droits majorés ou minorés sur les dividendes ou de droits particuliers, là aussi majorés ou minorés, sur le boni de liquidation. Dans son guide consacré à l'évaluation, l'administration fiscale explique très logiquement qu'il est possible d'avoir recours à « *la valeur de rendement (...) qui se fonde sur le bénéfice distribué* »⁴⁰. L'idée est de déterminer les dividendes futurs, auxquels sera appliqué un taux d'actualisation. Le futur suppose d'abord de regarder le passé pour analyser la politique de distribution de la société sur plusieurs exercices. « *La mise en œuvre de cette méthode demande que soit appréciée sur plusieurs exercices la politique de distribution de la société et que soit calculé pour chaque année le pourcentage du bénéfice affecté à la distribution. / Il est possible de retenir un montant moyen sur trois ans, selon une moyenne simple ou pondérée selon le cas. Dans tous les cas le dividende moyen retenu doit pouvoir être considéré comme reproductible. Dès lors, doit être expurgé un dividende correspondant à une distribution exceptionnelle de réserves* »⁴¹.

Cette appréciation du futur doit aussi intégrer d'autres éléments. Le juge administratif l'a expliqué en expliquant comment évaluer l'usufruit qui accorde un droit à percevoir des fruits donc des dividendes. Il a eu recours à la notion de « *distribution prévisionnelle* », en adoptant une analyse économique et en considérant également qu'elle était déterminée en « *fonction notamment des annuités prévisionnelles de remboursement d'emprunt* »⁴². Il est même allé au-delà de la question posée en

indiquant qu'il faut prendre en considération dans le calcul les « *éventuelles mises en réserves pour le financement d'investissements futurs, lorsqu'elles sont justifiées par la société* »⁴³. Le même raisonnement peut être appliqué pour la détermination du boni de liquidation, nécessaire pour évaluer tous les droits qui aménagent cette valeur future, et qui sera fixé à partir du passé puis affiné en fonction des événements probables à venir comme des remboursements.

Pour l'évaluation, une fois ces dividendes prévisionnels établis, le préjudice lié à la violation des droits concernant leur distribution variera suivant l'aléa affectant la distribution (A), l'existence d'éventuelles conditions pour leur attribution (B) ou concernant l'ordre de distribution (C).

A. - Première distinction : suivant l'aléa

18 - Plus le droit perdu était aléatoire, moins il aura de valeur, donc moins sa perte sera valorisée.

Pour les dividendes perdus, il convient d'évaluer les dividendes dont la victime a été ou risque d'être privée. Il s'agit soit d'une constatation *a posteriori* et dans ce cas on connaît les dividendes qui ont été distribués, soit d'une anticipation ce qui implique de déterminer la valeur potentielle des dividendes futurs, selon la méthode employée par le juge administratif⁴⁴. Cela suppose de déterminer les résultats futurs et le taux de distribution. Il peut aussi s'agir de dividendes théoriques (normalisés) que sont les flux disponibles pour l'actionnaire ou *free cash flow to equity* (FCFE) c'est-à-dire des flux de trésorerie revenant à l'entreprise ou *free cash flow to firm* (FCFF) après le service de la dette (variation d'endettement et frais financiers).

Le boni de liquidation est par nature très aléatoire, étant distribué à la fin de la vie de la société. La question de son accès pour les actionnaires minoritaires est fréquemment soulevée lors des OPA/RO par ceux qui contestent le prix offert notamment dans le cadre des sociétés holdings dont les cours sont affectés d'une décote par rapport à l'actif net réévalué. C'est notamment le cas des sociétés foncières qui valent moins en bourse que la valeur de leurs actifs. Les actionnaires minoritaires contestent que le prix de sortie proposé doive prendre en compte l'existence de cette décote de holding. Ils invoquent ce droit au boni de liquidation auquel aura droit l'initiateur en cédant les actifs de la holding et demandent une augmentation de la prime offerte par l'initiateur par rapport au cours de Bourse qui est décoté par rapport à l'actif net réévalué du fait de la décote de holding. Or, par définition, ce boni n'est pas accessible en dehors de la liquidation. L'évaluation de cet éventuel supplément de valeur susceptible de revenir à l'initiateur suppose de simuler la liquidation sous la forme d'une distribution année par année de l'actif

38 V. *supra*, § 5-6.

39 V. *supra*, § 11-12.

40 L'évaluation des entreprises et des titres de sociétés, 2006, p. 53, disponible en ligne : https://www.impots.gouv.fr/sites/default/files/media/1-metier/1_particulier/EV/1_declarer/180_isf/fichedescriptive_4166.pdf.

41 L'évaluation des entreprises et des titres de sociétés, 2006, p. 53.

42 E. Bokdam-Tognetti, concl. ss CE, 9^e et 10^e ch., 30 sept. 2019, n° 419855, Sté Hôtel Restaurant Luccotel : JurisData n° 2019-016700. - Et CE, 9^e et 10^e ch., 30 sept. 2019, n° 419860, Sté VP Santé : RFF 12/19, n° C 1123.

43 CE, 9^e et 10^e ch., 30 sept. 2019, n° 419855, Sté Hôtel Restaurant Luccotel : JurisData n° 2019-016700. - Et CE, 9^e et 10^e ch., 30 sept. 2019, n° 419860, Sté VP Santé : RFF 12/19 n° C 1123.

44 V. n° 16.

Des droits soumis à condition, du type de ceux qui sont accordés aux managers avec certaines exigences de performance, peuvent être évalués par assimilation à des instruments financiers dérivés

net réévalué (ANR) de la société mère ce qui implique de prendre en compte les aléas d'une telle distribution, sa durée et les frottements fiscaux qu'elle engendre. Concernant la durée, il convient de tenir compte de la volonté des actionnaires détenant le contrôle de distribuer l'ANR ou encore de la difficulté de céder les actifs individuellement⁴⁵. Il faut également tenir compte de la nature des actifs pouvant être distribués. Ainsi retenir le boni de liquidation à partir de l'ANR de la société sans correction est totalement fictif⁴⁶.

Les droits sur les dividendes ou sur le boni de liquidation sont aléatoires mais ils deviennent parfois presque certains lorsqu'ils sont garantis par un tiers. Ce sont généralement les actionnaires détenteurs du contrôle qui accordent ces garanties dans le but d'attirer les investisseurs. La validité de ces clauses a été reconnue⁴⁷ et pour l'investisseur l'aléa devient alors beaucoup moins fort.

B. - Deuxième distinction : existence ou non d'une condition pour distribuer les dividendes

19 - Des droits soumis à condition, du type de ceux qui sont accordés aux managers avec certaines exigences de performance, peuvent être évalués par assimilation à des instruments financiers dérivés. Les droits qui « *constituent des outils d'intéressement des managers et salariés [...] peuvent, dans certains cas, être judicieux du fait de leur fort effet de levier ou de leur capacité à faire converger les intérêts de l'actionnaire et ceux du management. Certaines actions de préférence, parfois privilégiées dans les montages LBO récents, intègrent l'équivalent d'un instrument financier dérivé et justifient une approche similaire en termes d'évaluation* »⁴⁸.

45 C'est ainsi que pour les *holdings* foncières, en matière d'OPA RO, le prix offert aux minoritaires correspond le plus souvent à la valeur des actifs indépendamment de la décote de *holding* car ces actifs sont souvent cessibles séparément et la société dispose de valeurs d'expertises immobilières mises à jour.

46 V. débat sur les OPR des *holdings* BOLLORE avec le refus de visa du collège de l'AMF daté du 2 mai 2025 motivé par une insuffisance de justifications du calcul ci-dessus exposé, disponible en ligne : <https://bdif.amf-france.org/back/api/v1/documents/2025/225C0740/1283751425P68D1A5DF96C9EC10E51976D0CCE68842E85A9393EC463C78975.pdf>.

47 V. S. Schiller et D. Martin, *Guide des pactes d'actionnaires et d'associés*, 22/23 : LexisNexis, § 454-455.

48 A. Guillemonat et O. Ramond, *Évaluation fiscale des produits financiers dérivés : un manque critique de repères face à des enjeux économiques majeurs* : Dr. fisc. 2014, n° 16, 274.

Les outils assimilables à des produits dérivés sont nombreux. Le premier de ces outils est constitué par les obligations convertibles qui constituent des obligations classiques permettant à leur détenteur de les échanger contre des actions durant une certaine période, dite période de conversion. De nombreux autres titres hybrides permettent de répondre à des motivations variées des actionnaires et du

management. Citons les bons de souscriptions d'actions qui, constituant des options d'achat, s'évaluent comme telles à l'aide du modèle de B & S. Les *management-packages* sont issus des options classiques⁴⁹. Ils sont caractérisés par des gains potentiels à percevoir à une date future, pré-définie contractuellement (changement de contrôle ou IPO ou tout événement de liquidité à la main des investisseurs financiers). Ils ont généralement une valeur intrinsèque nulle à la date de souscription (ils n'ont qu'une valeur temps). En cas d'atteinte d'un certain niveau de performance (soit TRI ou multiple réalisé par l'investisseur), les *managers* pourront alors acquérir une part du capital ou réaliser une plus-value. Leur évaluation est nécessaire à la fois pour des raisons comptables et fiscales. Compte tenu du caractère conditionnel des avantages consentis, qui dépendent d'un certain niveau de performance défini en amont, ces instruments doivent être évalués à l'aide d'instruments optionnels qui comprennent soit le modèle de B & S, dans les cas les plus simples (par exemple, option d'achat donnée à un prix d'exercice supérieur à la valeur actuelle du sous-jacent), soit des méthodes par simulation (approche binomiale ou modèle de Monte Carlo) lorsqu'il faut prendre en compte plusieurs états de la nature futurs dès lors que le pacte prévoit différentes conditions simultanées ou successives pour accéder au bénéfice de ces *packages*⁵⁰. Les modèles mis en œuvre visent à capter à la fois les différentes caractéristiques et contraintes des instruments et la diversité des scénarios possibles.

Un même déclenchement conditionnel avec minoration ou majoration du prix en fonction d'événements susceptibles de se produire (faute, performance...) se retrouve souvent dans les clauses de *good* et *bad leaver*. Ces clauses peuvent s'appliquer aux dirigeants actionnaires lorsqu'ils sont sanctionnés du fait de la non-atteinte de leurs objectifs et quittent l'entreprise. Elles permettent alors aux autres actionnaires de récupérer leurs titres à un prix décoté. Les violations de ces clauses peuvent consister en un refus de les céder ou un désaccord sur le prix. Dans le cas du refus de céder, un juge doit être sollicité pour qu'il oblige le

49 V. SFEV, *Groupe de travail sur l'évaluation des instruments optionnels à destination des managers (Management package)*, 2020.

50 V. rapp. de la SFEV, *prés.*

débiteur de l'obligation à céder. En l'absence d'exécution forcée, il faudrait alors déterminer la valeur du droit dont le bénéficiaire de la clause a été privé. Lorsque le désaccord porte sur le prix, il faudra le plus souvent recourir à la nomination d'un expert en vertu de l'article 1843-4 du Code civil qui évaluera les actions à la date de son rapport en mettant en jeu les clauses contractuellement prévues. Il faudra là encore calculer quelle aurait été la décote probable si la clause avait été respectée.

EXEMPLE

→ La valeur des actions est aujourd'hui de 100 € avec une projection a priori à 150 € dans 2 ans. En cas de *bad leaver*, les actions sont vendues au nominal, soit 1 €. Le dirigeant est révoqué pour faute et le majoritaire lui demande de vendre ses actions au nominal. Il refuse et vend à un tiers. Le préjudice pour le majoritaire sera non pas de 149 € par action, mais fonction de la probabilité de performance future et sera évalué à l'aide d'instruments optionnels.

C. - Troisième distinction

20 - Il s'agit d'une variante de la précédente, quand la condition porte sur le rang de paiement, en cas d'un éventuel ordre de distribution, s'il existe en cas de distribution prioritaire ou au contraire de deuxième ou troisième rang.

Lorsque certains actionnaires sont payés avant les autres on parle de *waterfall*. Cette situation se produit notamment dans les fonds d'investissement où les LP (*limited partners*) vont recevoir les produits de cession avant les GP (*general partners*) qui reçoivent des *carried*, c'est-à-dire une rémunération additionnelle conditionnée à l'atteinte par le fonds d'un certain niveau de performance. La structure de rémunération peut s'avérer complexe puisque les LP vont d'abord bénéficier d'un revenu préférentiel jusqu'à atteindre le taux de rendement minimum requis (*hurdle*) puis les GP peuvent éventuellement bénéficier à leur tour d'une rémunération préférentielle sous forme de *catch up* et ensuite le reste des résultats est partagé entre LP et GP selon une proportion prédéfinie qui peut être 80 % pour les LP et 20 % pour les GP.

L'évaluation de ces outils à l'émission et tout au long de leur vie va se faire avec les modèles optionnels évoqués précédemment et lorsque les conditions de distribution s'avèrent multiples et complexes, on a recours à des modèles probabilistes qui permettent de simuler les différentes situations futures possibles. On peut citer le modèle de simulation dit « *de Monte Carlo* » ou des méthodes binomiales avec arbres recombinaut permettant effectivement de mettre en œuvre différents scénarios et les distributions associées en fonction des résultats de l'entreprise et d'associer des probabilités à ces différents scénarios.

On peut également évoquer les préférences dont peuvent bénéficier les investisseurs en fonction de leur rang d'investissement : les derniers arrivés seront remboursés en premier et peuvent

bénéficier de la garantie de récupérer leur investissement au détriment des autres investisseurs lorsque la valeur de la société a baissé par rapport au prix d'entrée des derniers investisseurs.

21 - **Conclusion de l'évaluation du préjudice en cas de violation d'une clause attribuant un droit financier.** - Une fois les dividendes prévisionnels établis, l'évaluation du préjudice variera suivant l'aléa affectant la distribution, les droits sur les dividendes étant plus sûrs que ceux sur le boni de liquidation, l'existence d'éventuelles conditions pour leur attribution, très fréquentes en cas de clause de *good* ou *bad leaver*, ou concernant l'ordre de distribution, en particulier en cas de *waterfall*. Là encore, il convient d'évaluer à l'aide d'instruments optionnels qui comprennent soit le modèle de B & S, dans les cas les plus simples, soit des méthodes par simulation, ce qui permettra d'établir avec fiabilité le préjudice direct et certain.

3. Droits politiques

A. - Les droits à l'information

22 - **Principe d'indemnisation déterminée par le recours à la perte de chance.** - Bien que des textes imposent des obligations d'information croissantes tant au profit des associés que des tiers à la société, les clauses créant des obligations contractuelles d'informations sont très fréquentes, au profit de tous ceux qui souhaitent suivre les affaires sociales, même parfois au-delà de l'information légale, sans encourir la responsabilité liée à un poste de dirigeant.

L'évaluation du préjudice en cas de violation d'une obligation contractuelle d'information est une question très souvent soumise aux juges, lorsqu'est vendu un produit dont le défaut n'a pas été signalé par un conseil ou garagiste ou autre, lorsqu'un malade n'a pas été informé des risques d'un traitement, lorsqu'un prêt a été conclu et que les difficultés ont été cachées par l'un des intervenants à l'opération, en cas de cautionnement, etc. Quels que soient les domaines, et ils sont très variés, la méthode est la même. Le préjudice est indemnisé sur le fondement de la « *perte de chance de se soustraire à l'opération, c'est-à-dire la probabilité qu'il ait refusé l'opération s'il avait été informé du risque* »⁵¹.

Cette méthode est également appliquée lorsque le manquement à une obligation d'information est constaté en droit des sociétés. Ainsi, pour le dirigeant qui se comporte avec déloyauté en privant un associé d'une information, le préjudice subi par les actionnaires lésés consiste en une perte de chance, dont l'estimation relève de l'appréciation souveraine des juges du fond⁵². De même, est indemnisée la perte de chance d'acquies

51 Par ex. CE, 8 juill. 2020, n° 425229 : *JurisData* n° 2020-009754, pour le préjudice d'un patient à la suite du manquement à une obligation d'information.

52 Cass. com., 15 mars 2017, n° 15-14.419 : *JurisData* n° 2017-007416 ; *Rev. sociétés* 2017, p. 485, note Th. Massart ; *Dr. sociétés* 2017, comm. 160.

Les avantages de l'indemnisation fondée sur la perte d'une chance expliquent son application fréquente par les juges

des actions gratuites du fait du licenciement sans cause réelle et sérieuse de l'attributaire⁵³. La jurisprudence est particulièrement riche à propos de l'information en cas d'acquisition ou de cession de droits sociaux. La victime ne touchera pas la différence entre le prix de vente et le prix qu'elle aurait obtenu en l'absence d'information erronée, car il est impossible de déterminer avec précision qui sont les victimes, ainsi que le comportement qu'aurait adopté chacune d'entre elles et le montant de leur préjudice⁵⁴. Elle sera indemnisée pour avoir perdu la chance de pouvoir prendre une décision en se fondant sur des éléments justes⁵⁵. Cette solution présente de nombreux avantages. Tout d'abord, elle permet de surmonter la difficulté à définir qui a réellement subi un préjudice. Elle évite de faire une appréciation au cas par cas et de s'interroger pour chacun sur ses motivations, sa date d'entrée et sa date de sortie. Est indemnisé le préjudice « *subi par les actionnaires, en achetant ou conservant une action aux perspectives prometteuses surévaluées* »⁵⁶. Ensuite, elle permet également de contourner toutes les incertitudes qui rendent si difficile l'évaluation du préjudice. La règle est que « *la réparation d'une perte de chance doit être mesurée à la chance perdue et ne peut être égale à l'avantage qu'aurait procuré cette chance si elle était réalisée* »⁵⁷. En pratique, elle aboutit à verser aux victimes une indemnisation forfaitaire, par exemple de 10 € par action dans l'affaire Sidel jugée par la CA de Paris en 2008⁵⁸. Cette approche a été critiquée au motif que le recours à la perte de chance exclut toute autre réparation plus étendue du préjudice⁵⁹ et notamment l'impact de la fausse information sur le cours du titre.

23 - Application de la méthode de la perte de chance. - Les avantages de l'indemnisation fondée sur la perte d'une chance expliquent son application fréquente par les juges. Non seule-

ment elle a été choisie à plusieurs reprises pour indemniser les actionnaires de sociétés cotées, mais elle a également été utilisée pour indemniser un actionnaire qui avait subi une fausse infor-

mation dans une société fermée. Ainsi, dans l'affaire Beley qui a fait l'objet d'une longue épopée judiciaire, le président du conseil d'administration d'une société anonyme n'avait pas informé les actionnaires minoritaires de perspectives de nature à influencer les conditions de la cession de leurs actions. Sur deuxième renvoi après deux cassations, la cour d'appel de Paris, dans un arrêt du 18 décembre 2008, a considéré que « *leur préjudice ne peut pas être égal à la différence entre le prix auquel ils ont cédé et le prix d'acquisition* » par la société tierce dès lors qu'il n'est pas certain que, s'ils avaient été pleinement informés, ils auraient conservé leurs actions, et que, même dans ce cas, il n'est pas sûr que l'acquéreur aurait accepté de racheter au même prix. « *Le défaut d'information [...] est seulement à l'origine d'une perte de chance [pour les actionnaires minoritaires] de céder leurs actions dans de meilleures conditions* »⁶⁰. Les actionnaires ont été indemnisés, mais ils n'ont reçu que 8 % de la différence entre le prix qu'ils auraient obtenu en bénéficiant l'information et celui qu'ils ont reçu en l'absence d'information. Cet arrêt, qui n'est pas unique⁶¹, montre clairement que la perte d'une chance permet d'indemniser les victimes d'informations erronées même lorsque la société est fermée. Néanmoins le coefficient de probabilité implicitement utilisé sans justification peut conduire à des indemnités qui paraissent insuffisantes.

Le recours à la perte de chance implique de bien faire la distinction entre deux aléas : décision et évaluation⁶². L'aléa de décision caractérise le caractère non automatique ou conditionnel de l'accès à la chance perdue. À titre d'exemple, la demande relative à un recours concernant une décision contestée constitue une perte de chance qui va d'abord dépendre de la décision supposée du juge s'il avait été saisi et celle relative au préjudice en cas d'information erronée dépendra de la décision que l'investisseur aurait été susceptible de prendre s'il avait été correctement informé. L'aléa de valorisation quant à lui affecte tout projet comportant des revenus futurs aléatoires qui ne dépendent pas d'un choix de la victime. C'est généralement le juge qui tranche sur l'aléa de décision de manière souvent forfaitaire bien qu'une analyse *in concreto* puisse permettre d'apporter des éléments de réponse. En effet, s'il avait été correctement informé, l'investisseur rationnel aurait pris une décision qui peut être en grande partie prévisible ou modélisable.

note R. Mortier.

53 Cass. soc., 7 févr. 2018, n° 16-11.635, 16-11.637 et 16-11.641 : JurisData n° 2018-001421 ; Dr. sociétés 2018, comm. 79, note R. Mortier.

54 S. Schiller, L'indemnisation du préjudice de l'actionnaire en cas de diffusion d'une information erronée : Dr. sociétés 2009, étude 12.

55 D. Schmidt, De quelques règles procédurales régissant l'action en responsabilité civile contre les dirigeants de sociétés « cotées », in bonis, in Etudes de droit privé offertes à Paul Didier, Economica, 2008, p. 388. – Contra, C. Clerc, La réparation du préjudice subi par un actionnaire du fait de la diffusion de fausses informations : RTDF 2007, n°1, p. 37 qui estime cette théorie « contestable ».

56 CA Paris, 9^e ch., sect. B., 31 oct. 2008, Sidel : Rev. sociétés 2009, note J.-J. Daigre ; BJB 2009, n° 1, p. 28, note E. Dezeuze.

57 Cass. 2^e civ., 9 avr. 2009 : D. 2009, p. 1277, qui reprend une solution traditionnelle.

58 CA Paris, 9^e ch., sect. B., 31 oct. 2008, préc. – Le club des juristes, L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées, rapport nov. 2014.

59 Le club des juristes, L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées, rapport nov. 2014, p. 41.

60 CA Paris, 3^e ch., sect. B., 18 déc. 2008 : JurisData n° 2008-375155.

61 V. également CA Aix-en-Provence, 1^{re} ch., sect. B., 20 sept. 2007, Rink c/ Bodiner : JurisData n° 2007-351113.

62 V. M. Nussenbaum, La perte de chance ou la question des aléas : Contrat, conc. consom. 2019, étude 10, préc.

B. - Les droits de vote

24 - Reconnaissance d'une valeur pour le pouvoir souvent contractuellement aménagé. - Les aménagements contractuels des droits de vote sont très fréquents, que ce soit sous forme de pactes⁶³ ou d'actions de préférence⁶⁴. Ces aménagements sont très divers, certains accordant un droit pour des décisions spécifiques, d'autres un pouvoir renforcé par des majorités adaptées ou des droits de vote démultipliés voire un droit de veto dans des organes divers, que ce soient des assemblées d'associés ou des organes exécutifs, consultatifs ou de contrôle. L'objectif est d'intervenir directement sur des décisions ou indirectement par le choix des dirigeants⁶⁵.

L'incidence de l'étendue du pouvoir sur la valeur du titre a pu être établie, notamment par l'étude comparative des sociétés en commandite par actions avec les sociétés anonymes. En pratique l'évaluation différentielle des actions de commanditaire et des commandités se fait en considérant que toute la valeur du contrôle se trouve entre les mains des actionnaires commandités ce qui permet de répartir la valeur totale de la société entre les deux types d'actionnaires. Des références de transaction sont utilisées, notamment la société Yves Saint Laurent pour laquelle les droits des commandités ont été évalués entre 4 et 7 % du capital social en tenant compte à la fois des droits juridiques et pécuniers et Lagardère pour lesquelles la commandite avait été valorisée à 7 % du capital (Arnaud Lagardère a vu sa participation passer de 7 à 14 % après abandon des statuts de commandite lors de l'AG du 30 juin 2021). La valorisation est le plus souvent plus empirique qu'analytique en se rattachant aux références passées. Ce constat ainsi que celui de la valeur de la prime de contrôle⁶⁶ confirment que le pouvoir a une valeur.

25 - Évaluation du pouvoir. - Une littérature académique importante s'est attachée à évaluer la valeur des droits de vote à partir notamment des différences de valeur des actions à droits de vote double ou simple. De nombreuses études portent sur la valeur des droits de vote dans différents pays qui serait fonction du degré de protection des actionnaires minoritaires par le système juridique et irait selon certaines études de 3 % aux

États-Unis à 45 % en Italie en passant par 20 % pour la France⁶⁷. Néanmoins ces résultats dépendent des méthodologies utilisées. On note également des valeurs relatives dépendant des situations : la valeur n'est pas la même pour une société à actionnariat dispersé et pour des actions ayant un rôle pivot dans une bataille pour le contrôle. C'est la raison pour laquelle la valeur du droit de vote dépend de la géographie du capital, du flottant et du rôle pivot des actions dans une bataille pour le contrôle⁶⁸. De façon générale, on peut l'évaluer en appréciant les décisions qui auraient été prises/évitée grâce aux droits de vote et leurs conséquences.

Le recours à la perte de chance constitue un pis-aller dès lors que le préjudice est bien certain, même si ses conséquences peuvent comporter des aléas. Il suppose d'établir l'intérêt à agir et quelles étaient les différentes décisions qui auraient pu être prises ainsi que leurs conséquences. Établir des scénarios contrefactuels montre ce qu'on aurait obtenu si on n'avait pas été privé de tel ou tel droit et ils seront ensuite probabilisés en fonction de leur vraisemblance. À cet égard, la littérature académique financière a introduit le concept de bénéfice privé dans le contexte de la gouvernance d'entreprise et des conflits entre actionnaires majoritaires et minoritaires pour caractériser les avantages dont bénéficie l'actionnaire qui détient le contrôle par rapport aux bénéfices publics qui reviennent à l'ensemble des actionnaires⁶⁹. Ces bénéfices, qui représentent les avantages qu'un actionnaire majoritaire peut extraire de l'entreprise notamment au détriment des actionnaires minoritaires, peuvent consister en rémunérations excessives par rapport à la performance, à des contrats avec des entreprises liées qui, même s'ils sont conclus à des conditions normales n'en constituent pas moins un avantage. Ils peuvent aussi consister en des choix de stratégies qui avantagent l'actionnaire contrôlant sans pour autant nuire aux autres, etc. Il ne s'agit pas d'abus de biens sociaux, même s'ils peuvent le devenir en cas d'excès. Encore faut-il le démontrer.

C. - L'attribution d'un poste au sein de la gouvernance

26 - Évaluation par la perte de chance. - Au-delà du droit pour choisir les dirigeants, est parfois directement attribué un poste au sein de la gouvernance. En cas de violation de cet engagement, la perte de pouvoir s'accompagne d'une perte matérielle de la rémunération qui était promise. Un jugement du tribunal de commerce de Paris illustre comment les juges

63 Une étude réalisée dans le cadre de la chaire de l'université Paris-Dauphine PSL sur les entreprises familiales a montré que 50 % des 126 pactes publiés sur le site de l'AMF entre 2019 et 2025 portaient sur des droits de vote.

64 Une étude réalisée dans 1 % des actions de préférence émises par un échantillon de 255 ETI organisaient des droits politiques, dont 60 % d'entre elles des droits de vote.

65 Pour une description de ces nombreux aménagements, V. S. Schiller et D. Martin, *Guide des pactes d'actionnaires et d'associés*, 22/23 : LexisNexis, § 425/444.

66 V. § 9.

67 Étude SFEV, préc., p. 43.

68 V. L. Zingales, *The value of the voting right : A study of the Milan Stock exchange experience*, *The review of Financial Studies* Spring, 1994, p. 125-148.

69 V. Shleifer, A. & RW Vishny - *A survey of corporate governance*. *The Journal of Finance*, vol. 52, Issue 2, p. 737-783.

Les clauses relatives à des droits politiques confèrent un pouvoir, potentiel ou établi. Leur violation est indemnisée par les juridictions sur le fondement de la perte de chance

évaluent alors les conséquences de la violation du pacte⁷⁰. Le non-respect du *business plan* indiqué dans le pacte n'ayant pas justifié sa révocation, la directrice générale de la SAS a estimé son préjudice à une année de rémunération au motif qu'elle avait fondé la société, avait 9 ans d'ancienneté et une implication indéfectible dans ses fonctions. Les juges ont relevé que si elle « n'avait pas été révoquée sans juste motif, elle serait demeurée à son poste et aurait continué de percevoir sa rémunération de mandataire social » mais ils ajoutent qu'il « peut toujours être mis fin au mandat d'un dirigeant social » et qu'il faut donc retenir « la perte de chance causée[e] par l'absence de juste motif est égale à un an de rémunération », dont ils déduisent les indemnités de chômage perçues « qui lui étaient, de toute façon, acquises ». Ce préjudice est apprécié à travers la perte de chance de garder son mandat qui lui-même fait l'objet d'aléas qui ne dépendent pas de la victime de sorte qu'on peut

considérer ce préjudice plutôt comme un manque à gagner assorti d'aléas de valorisation.

27 - Conclusion de l'évaluation du préjudice en cas de violation d'une clause attribuant un droit politique. - Qu'il s'agisse de droit à l'information, de droit à voter au-delà de son pourcentage

de capital détenu ou à recevoir un poste de dirigeant, les clauses relatives à des droits politiques confèrent un pouvoir, potentiel ou établi. Leur violation est indemnisée par les juridictions sur le fondement de la perte de chance. Or, la violation prive de ce pouvoir et le préjudice pourra être évalué en envisageant les scénarii contrefactuels de ce qu'on aurait obtenu si on n'avait pas été privé de ces prérogatives, ou en établissant les bénéfices privés caractérisés par les avantages dont bénéficie l'actionnaire qui détient le contrôle par rapport aux bénéfices publics qui reviennent à l'ensemble des actionnaires pour évaluer les préjudices. ■

L'essentiel à retenir

- Pour l'intégralité des violations contractuelles envisagées, qu'il s'agisse de clauses organisant le capital, ou de droits financiers ou politiques des associés, la science financière connaît des méthodes qui permettront d'établir le préjudice de manière fiable et argumentée.
- En les utilisant, les victimes de violation pourraient établir des préjudices directs et certains et ainsi obtenir des indemnités plus substantielles que celles accordées par le seul recours à la perte de chance.

⁷⁰ T. com. Paris, 16^e ch., 31 déc. 2021, n° 2020038259 : *JurisData* n° 2021-023584 ; JCP E 2022, 1403, S. Schiller et M. Brochier.



Découvrez les avancées en IA juridique avant tout le monde

DEVENIR MEMBRE DU PROGRAMME LEXIS+ AI INSIDER ►



<https://www.lexisnexis.fr/intelligence-artificielle/insider-ai>