

**COMPAGNIE NATIONALE
DES EXPERTS JUDICIAIRES
EN FINANCE ET DIAGNOSTIC**

REVUE DE PRESSE 2013

CNEJFD



**EXPERTS JUDICIAIRES
EN FINANCE ET DIAGNOSTIC**

**COMPAGNIE NATIONALE
DES EXPERTS JUDICIAIRES
EN FINANCE ET DIAGNOSTIC**

- FINANCE
- EVALUATION
- DIAGNOSTIC
- FISCALITE

Revue de Presse 2013

Siège administratif :

10, rue du Débarcadère – 75852 PARIS CEDEX 17

Tél : 01 45 74 50 60 - Fax : 01 45 74 67 74

www.cnejfd.org

BUREAU DE LA COMPAGNIE

COMPAGNIE NATIONALE DES EXPERTS JUDICIAIRES EN FINANCE ET DIAGNOSTIC

Finance - Evaluation - Diagnostic - Fiscalité

Siège administratif :

10, rue du Débarcadère – 75852 PARIS CEDEX 17

Tél : 01 45 74 50 60 – Fax : 01 45 74 67 74

www.cnejfd.org

Bureau

Guy JACQUOT, Président

Thierry BERGERAS, Vice-Président

Jean-Marc MONTSERRAT, Vice-Président

Lionel GUIBERT, Secrétaire Général

Xavier LECARON, Trésorier

Jean-Charles de LASTEYRIE

Thierry SAINT-BONNET

Pierre SIAMER

Hubert TUBIANA

Présidents d'Honneur

François DESSART

Jean-Luc DUMONT

Jean MEARY

Maurice NUSSENBAUM

Jacques PETIT

Jean TOURIN

Membres

La liste des membres de la Compagnie avec l'indication de leurs spécialités figure à la fin du document.

REVUE DE PRESSE 2013

Le Bureau de la CNEJFD a souhaité rassembler les principales contributions techniques de ses membres publiées dans des revues économiques et financières au cours de l'année 2013 en vue d'une diffusion auprès des acteurs du monde judiciaire.

SOMMAIRE

Domaine	Auteur	Titre de l'article	Support	Page
Evaluation	Thierry BERGERAS	Rentabilité, risque et indemnité d'éviction : pour un bon usage des méthodes d'évaluation	Gazette du Palais (2/3 août 2013)	7 - 10
	Philippe CAMPOS	Prime de risque de marché : laquelle choisir pour les évaluations financières ?	Le Cercle des Echos (janvier 2013)	11 - 15
	Philippe CAMPOS	Comment déterminer la valeur d'entreprise du non côté : DCF, multiples ou multicritère ?	CF News (30 avril 2013)	16 - 18
	Philippe CAMPOS	Méthode des multiples : attention à la fiscalité sur les bénéfices !	CF News (24 octobre 2013)	19 - 20
	Alain KAISER	Quel est l'impact de l'ancienneté sur la valeur de la marque ?	Capital Immatériel (avril 2013)	21 - 22
	Maurice NUSSENBAUM	L'évaluation des grands crus viticoles bordelais	Option Finances Droit des Affaires (6 mars 2013)	23 - 24
	Maurice NUSSENBAUM	Valeur et prix	Mélanges AEBDF France VI RB Edition (2013)	25 - 37
	Michel FLEURIET	L'essentiel de l'activité des banques est utile à l'économie	Revue Banque (avril 2013)	39 - 40
Finance	Michel FLEURIET	Une demi-réforme qui bouscule les idées reçues sur les banques	Les Echos (26 juillet 2013)	41 - 42
	Michel FLEURIET	Réforme bancaire : beaucoup de bruit pour rien	Le Figaro (5 août 2013)	43 - 46
	Michel FLEURIET	La résolution est le seul volet utile de la loi bancaire	Revue Banque (novembre 2013)	47 - 49

	Claire KARSENTI et Maurice NUSSENBAUM	L'expert financier dans les procédures arbitrales : quelles spécificités par rapport aux procédures devant les juridictions étatiques ?	Option Finances Droit des Affaires (mai 2013)	50
	Maurice NUSSENBAUM	Le devoir de loyauté, un impératif économique	Revue de jurisprudence commerciale (mai-juin 2013)	51 – 54
Fiscalité	Guy JACQUOT	Marque, prix de transfert, et principes de pleine concurrence de l'OCDE	Décideurs (novembre 2013)	56 - 57
	Hubert de la BRUSLERIE et Alain MARTIN	Pour une évaluation fiscale des entreprises enfin pacifiée	Option Finances (25 mars 2013)	58
	Maurice NUSSENBAUM et Dorra NAJAR	Pourquoi remettre en question ce qui paraît évident ? Polémique sur le traitement fiscal du carried interest	Option Finances Droit des Affaires (2 octobre 2013)	59
	Thierry SAINT- BONNET	Cinq années d'application du guide fiscal de l'évaluation des entreprises et des titres de sociétés : bilan et perspectives	Revue de droit fiscal (25 avril 2013)	60 - 62
	Thierry SAINT- BONNET	Evaluation de droits sociaux : application de la seule méthode mathématique en cas de précarité de l'existence du fonds (oui en l'espèce)	Revue de droit fiscal (21 novembre 2013)	63 - 65
Préjudices Economiques	Maurice NUSSENBAUM Et Aline PERRIN	Rupture brutale de relations commerciales établies : l'évaluation du préjudice	Décideurs (2013/2014)	67 - 68
	Maurice NUSSENBAUM	L'évaluation des préjudices économiques	Revue de droit bancaire et financier (mai- juin 2013)	69 - 80
	Olivier PERONNET et Vincent COLLOT	Le préjudice de l'actionnaire en cas de diffusion d'informations trompeuses	Option Finances Droit des Affaires (mai 2013)	81
	Olivier PERONNET	Le préjudice de l'actionnaire	La lettre des juristes d'affaires (27 mai 2013)	82

EVALUATION

BAUX COMMERCIAUX

Rentabilité, risque et indemnité d'éviction : pour un bon usage des méthodes d'évaluation 141d8

L'essentiel

Alors qu'un fonds de commerce répond à une logique financière certaine, il doit faire l'objet d'une évaluation tenant compte à la fois de la rentabilité actuelle et future de ses activités et du risque attaché à celles-ci. Cette évaluation est d'autant plus importante en matière d'éviction.



Étude par
Thierry BERGERAS
Président de Bergeras
Expertises, expert en
finance et en estimations
immobilières près la
cour d'appel de Paris,
expert agréé par la Cour
de cassation, chartered
surveyor SEAF

Il convient en premier lieu d'opérer un retour aux textes.

L'article 145-14 du Code de commerce dispose que l'indemnité d'éviction comprend notamment la valeur marchande du fonds de commerce déterminée suivant les usages de la profession, augmentée éventuellement des frais normaux de déménagement et de réinstallation ainsi que des frais et droits de mutation à payer pour un fonds de même valeur, sauf dans le cas où le bailleur fait la preuve que le préjudice est inférieur.

Faute d'un transfert possible du fonds sans perte significative de la clientèle existante, la valeur d'un fonds de commerce sert souvent de support à l'évaluation de l'indemnité principale constitutive d'une indemnité d'éviction.

La difficulté est de savoir ce que signifie l'expression « valeur marchande ». En réalité, quelle que soit la définition de la valeur marchande, entendue comme valeur de mise sur le marché, les outils de l'analyse financière sont nécessaires. La chose est certaine : la valeur d'un fonds de commerce répond à une logique financière. N'en déplaisent à ceux qui opposent finance et commerce, ces deux notions se recoupent et se rejoignent en vue d'un seul objectif : l'établissement d'une valeur par un expert.

C'est ici qu'interviennent les notions cumulées de risque et de rentabilité dans la gestion des méthodes. Un fonds de commerce doit être évalué par des méthodes qui tiennent compte de la rentabilité actuelle mais aussi future des activités exercées dans le fonds de commerce, ainsi que du risque attaché à cette activité.

Comment bien apprécier le risque d'une activité dans l'évaluation d'un fonds ? Tel est le problème récurrent rencontré par les experts. Quels sont les outils à sa disposition pour tenir compte du risque d'une activité ?

La problématique est nouvelle. Pendant longtemps, pour des fonds de commerce de boutiques traditionnelles, on prenait des méthodes, tout aussi traditionnelles, fondées sur des ratios issus de barèmes professionnels ou des ratios choisis à partir de transactions dites comparables.

Ces approches ne sont pas toujours transposables aux cas que les experts rencontrent fréquemment. En effet, les barèmes ne peuvent tenir compte de l'ancienneté des transactions, de la dispersion géographique de l'échantillon, de la disparité des fonds ainsi que de la déconnexion des barèmes d'avec le marché. Le développement des enseignes dans un monde de plus en plus atomisé avec souvent une surévaluation des éléments incorporels dans les bilans, amène progressivement à adapter nos méthodes avec de nouveaux paramètres.

Une nouvelle donne, un *new deal* de l'expertise est nécessaire et il reviendra aux experts d'apporter leur contribution à la mise en œuvre de méthodes étayées et fondées. Dans ce contexte, nous allons ainsi reprendre, pour cette étude, les grandes lignes en matière d'évaluation et indiquer comment les notions de rentabilité et de risque sont prises en compte en matière d'éviction, d'une part, à travers une approche comparative (I) et, d'autre part, à travers une approche globalisante (II).

I. L'APPROCHE ANALOGIQUE : C'EST LA PLUS PERTINENTE ET, DE SURCROÎT, APPRÉCIÉE DE L'ADMINISTRATION FISCALE

Cette méthode, plutôt adaptée pour des grandes entreprises, consiste à estimer la valeur d'un fonds de commerce à partir d'informations issues du marché financier. La valeur obtenue correspond ainsi à la valeur qu'attribue le marché à des fonds de commerce comparables à celui que l'on veut analyser.

Elle consiste à déduire les multiples applicables à notre société analysée en rapprochant les valeurs d'entreprise d'un échantillon de sociétés avec leur chiffre d'affaires ou leurs résultats nets (vous calculez les ratios valeurs d'entreprise/chiffre d'affaires ou valeurs d'entreprise/excédent brut d'exploitation ou valeurs d'entreprise/résultat net). On en déduit ensuite les multiples de valorisation des sociétés de l'échantillon. Enfin, on estime la valeur du fonds de commerce de la société que nous devons expertiser en s'appuyant sur les multiples constatés pour les sociétés de l'échantillon.

Quel est le bon agrégat comptable à retenir ? Le chiffre d'affaires ? Le résultat net ? L'excédent brut d'exploitation (correspondant à la somme du résultat d'exploitation + les dotations aux provisions et amortissement moins les reprises sur provisions et amortissement) ?

Tout dépend du degré de dépendance de la société analysée à l'agrégat retenu. Si une société est dans le domaine

de la grande distribution et ainsi très dépendante de la marge d'exploitation on retiendra l'excédent brut d'exploitation (EBE) comme un bon indicateur. Si une société démarre une activité, le chiffre d'affaires constituera un bon indicateur. Si une société est peu endettée, le résultat net est à son tour un indicateur fiable.

Quel est le bon échantillon ? Afin de parvenir à de bons résultats, l'expert doit choisir un large échantillon. Cela permet ainsi de gommer les différences et de limiter les effets des situations extrêmes.

Pretons un exemple pour mieux apprécier la méthode.

Vous travaillez sur une société AAA intervenant dans le domaine du prêt à porter. Vous avez estimé l'EBE de cette société de 2 M € et son actif net comptable est de 1 M € elle n'a pas de dettes. Combien vaut-elle ? À partir d'une base de données de sociétés sélectionnées, vous disposez d'un échantillon de sociétés cotées en bourse intervenant dans le domaine de l'habillement et qui présentent des ratios sur les agrégats comptables valeur d'entreprise (VE)/chiffre d'affaires (CA) et valeur d'entreprise (VE)/excédent brut d'exploitation (EBE) suivants :

Nom de la société	Date clôture	VE/CA n	VE/CA n+1	VE/CA n+2	VE/EBE n	VE/EBE n+1	VE/EBE n+2
A	31/12/2012	1,08	1,07	1,04	7,80	5,97	5,53
B	31/12/2012	3,98	3,36	2,73	23,01	14,18	10,45
C	31/12/2012	1,21	1,17	1,07	12,03	6,49	6,91
D	31/12/2012	0,21	0,24	0,24	1,86	-	-
R	31/12/2012	1,33	0,86	0,86	8,85	6,81	6,41
F	31/12/2012	0,98	-	-	NEG	-	-
G	31/12/2012	1,40	-	-	NEG	-	-
H	31/12/2012	3,05	2,95	3,05	8,06	8,14	7,99
I	31/12/2012	1,09	1,07	0,98	7,09	5,92	4,92
J	31/12/2012	1,24	-	-	4,16	-	-
K	31/12/2012	3,16	2,97	2,65	9,30	8,98	7,78
Moyenne		1,70	1,71	1,58	0,79	8,07	7,14

En votre qualité d'expert, vous décidez de retenir le ratio VE/EBE [après en avoir motivé les raisons] et vous prenez le résultat moyen prévisionnel de ce ratio constaté en n+1 soit 8,07. Ensuite vous allez vous servir de ce résultat pour l'appliquer à la société analysée selon la méthode qui suit.

On part des éléments comptables suivants connus de notre société analysée :

- EBE de la société AAA : 2 000 K € ;
- en s'appuyant sur le multiple précédent extrait de l'analyse de notre échantillon on en déduit une valeur de notre entreprise égale à : $2\,000 \times 8,07 = 16\,140\text{ K €}$;
- soit une valeur d'entreprise à 16 140 K €.

Comment en déduire une valeur de fonds de commerce ?

On connaît l'équation suivante :

Formule

Valeur d'entreprise = Actif net comptable corrigé + Fonds de commerce + Dettes (VE = ANCC + FDC + Dettes)
ou
Fonds de commerce = Valeur d'entreprise - Actif net comptable corrigé = Dettes

Dans notre exemple (avec une société sans endettement et un ANCC de 1 000 K €) on en déduit ainsi la valeur de notre fonds de commerce :

soit fonds de commerce = $16\,140\text{ K €} - 1\,000\text{ K €} = 0 = 15\,140\text{ K €}$.

En conclusion, le fonds de commerce de notre société vaut 15 014 000 euros.

L'expert se doit parfois d'appliquer une décote de taille si la société analysée est de taille très différente de celle de la plupart des valeurs de notre échantillon.

C'est une méthode fiable même si tout expert ne peut nier certaines difficultés ou biais dans sa mise en œuvre et notamment concernant les points suivants :

- choix de l'échantillon ;
- connaissance des plus ou moins values latentes qui affectent les capitaux propres comptables ;
- cette méthode peut conduire à exclure certains éléments incorporels tels que la marque, le savoir faire, la notoriété le potentiel humain ou le climat social.

II. LA MÉTHODE GLOBALISANTE : LE FONDS DE COMMERCE EST ÉVALUÉ PAR LA RENTABILITÉ HISTORIQUE D'UNE ACTIVITÉ (CA, EBE) OU PRÉVISIONNELLE (FLUX FUTURS)

Le fonds de commerce dans une démarche globale peut s'évaluer en fonction des trois paramètres suivants les plus utilisés : le chiffre d'affaires, l'EBE et les cash flow (flux futurs d'une activité).

A. La méthode fondée sur le chiffre d'affaires

Cette méthode a vocation à utiliser le chiffre d'affaires comme élément de valorisation du fonds de commerce en prenant un pourcentage sur le chiffre d'affaires pour en déduire une valeur de fonds de commerce.

La première difficulté est de définir un juste pourcentage basé sur le chiffre d'affaires. Cela se fait par plusieurs étapes. Le point de départ est l'observation de transactions portant sur des fonds comparables. Ensuite, on rapproche

le montant de la cession du chiffre d'affaires de la nature de l'activité. De ce calcul, on en déduit un pourcentage qu'on applique à l'évaluation de notre fonds de commerce. La valorisation du fonds de commerce a lieu par application d'un pourcentage du chiffre d'affaires hors taxes. Il convient de souligner que les chiffres d'affaires doivent être pris en compte hors taxes (HT) et non toutes taxes comprises (TTC), car les comptes de résultats sont publiés en hors taxes.

Le fait d'exprimer une valeur de fonds de commerce en pourcentage du chiffre d'affaires introduit l'idée d'un standard de rentabilité implicite. Admettre qu'un fonds vaut 1 % du CA et qu'un autre vaut 3,2 % du CA, c'est admettre que le second fonds rapporte normalement 3,2 fois plus de bénéfices à chiffre d'affaires comparable.

Ces pourcentages en chiffre d'affaires montrent que les évaluateurs tiennent compte du risque d'une activité et de sa rentabilité historique et escomptée. Cela conduit logiquement au résultat suivant : les pourcentages les plus élevés sont appliqués aux commerces de prêt à porter et les pourcentages faibles sont réservés aux activités portueuses de risques spécifiques.

Prenons un exemple pour mieux apprécier la méthode.

Une transaction récente d'un fonds de commerce situé dans la même artère que notre fonds de commerce analysé fait apparaître le ratio suivant : Valeur du fonds de commerce/CA = 80 %.

Cette référence va servir à évaluer notre fonds de commerce sous étude dont le chiffre d'affaires annuel est de 2 M €.

Application du même multiple du chiffre d'affaires soit 80 %.

On en déduit notre valeur de notre fonds à 1,6 M €.

Reste qu'un acheteur souhaite acquérir la certitude que le fonds ne génère pas pour autant une activité déficitaire. En effet, le seul chiffre d'affaires ne garantit pas les résultats. Des fonds de commerce peuvent générer un chiffre d'affaires important et des résultats faibles. Ce qui intéresse l'investisseur n'est pas tant le chiffre d'affaires que le montant du retour sur investissement.

Pour améliorer l'appréciation du fonds de commerce et lever l'hypothèque de la non-rentabilité, il faut corroborer cette méthode avec d'autres méthodes faisant intervenir d'autres agrégats comptables. Il faut aussi analyser les raisons d'une éventuelle hausse du chiffre d'affaires : elle peut être passagère ou résultante d'une augmentation mécanique des prix des produits vendus.

Cette méthode fait fi des éléments incorporels inclus dans la valeur du fonds tels que le droit au bail. Il est vrai que la méthode est souvent corrigée, de manière empirique et toujours approximative, en ajustant les pourcentages sur les chiffres d'affaires. Cela ne suffit pas et il apparaît clairement nécessaire de toujours corroborer avec des méthodes fondées sur des agrégats comptables autres.

B. La méthode basée sur l'excédent brut d'exploitation

L'excédent brut d'exploitation ne se lit pas dans les comptes en lecture directe. Il s'obtient en ajoutant au résultat d'exploitation les dotations aux amortissements et provisions et en soustrayant les reprises sur provisions et amortissements. En d'autres termes, on réintègre les charges calculées

Reste qu'il est une donnée très importante dans l'analyse du compte de résultat.

Cette donnée fixe la performance économique de l'entreprise. C'est la trésorerie de l'exploitation. C'est la trésorerie restante après le personnel et les fournisseurs payés. Il permet de faire des comparaisons pertinentes. Elle fonctionne d'autant mieux pour des fonds de commerce qui déprécient peu leurs comptes dont les stocks varient peu et n'ayant pas besoin de trop provisionner le risque clients.

Mais pas de comparaison fiable entre fonds de commerce sans que l'EBE de la société analysée soit « nettoyé » de toutes les charges ou produits exceptionnels ou non récurrents qui pourraient occulter la véritable rentabilité du fonds analysé.

1. Première étape : déterminer l'EBE normatif de l'activité du fonds de commerce

Comment retraiter l'EBE pour éviter une « apparence » de rentabilité ? L'excédent brut d'exploitation doit être éventuellement retraité pour éliminer d'éventuelles plus values ou charges exceptionnelles. Si le résultat est négatif ou nul, la valeur du fonds est réduite à ses actifs : matériel et droit au bail essentiellement. En aucun cas, les retraitements proposés ne doivent procéder à une surévaluation de l'EBE sans mettre en péril l'évaluation finale d'un fonds de commerce. Le seul intérêt des retraitements est d'arriver à un résultat normatif.

Les principaux retraitements sont les suivants :

- la charge locative (réintégration au résultat de l'EBE d'un différentiel de loyer à la hausse ou à la baisse dans la perspective d'un motif de déplaçonnement avec l'application d'un différentiel entre le loyer payé et un loyer judiciaire de renouvellement) ;
- la rémunération des dirigeants (sursalaires, membres du groupe familial non rémunérés) ;
- le contrôle des clés analytiques (frais de siège, définition de la contribution par les enseignes...) ;
- les taux de marge (réintégration de la marge de gros ou indemnisation de l'intégralité du préjudice).

“ C'est par la pluralité des approches que l'expertise se rapprochera le plus de la réalité ”

Comment gérer l'EBE sur une période de référence qui peut s'étendre sur trois exercices ? Pour tenir compte des variations possibles au cours des années, et donc privilégier la dernière année d'exploitation, on retient habituellement l'EBE moyen pondéré des trois dernières années d'exploitation. L'EBE fera l'objet d'une pondération, par application de coefficients multiplicateurs différents selon les années de référence (3 pour la dernière année d'exploitation, 2 pour l'année précédente, et 1 pour l'antépénultième). En effet, une exploitation dont les résultats sont en baisse sur trois ans (300 - 200 - 100) ne peut être valorisée sur les mêmes bases qu'une exploitation dont les résultats sont en hausse (100 - 200 - 300), même si les moyennes arithmétiques sont identiques.

2. Deuxième étape : comment déduire de cet EBE la valeur d'un fonds de commerce ?

Une fois déterminée la valeur de l'EBE retraité, il faut lui appliquer un multiplicateur qui prend en compte les notions cumulées de la rentabilité et du risque de l'activité. La fourchette statistique du multiplicateur est de 3 à 8, voire 10 ou plus.

Comment un expert détermine-t-il ce coefficient ? Les critères généralement retenus sont les suivants :

- l'évolution historique du fonds sur une période de référence (croissance, stabilité, déclin et analyse de la courbe d'évolution) ;
- les perspectives de développement, qu'elles soient internes (surfaces, amplitude horaire, destination) ou externes (commercialité du site, actualité/obsolescence des produits ou services distribués, situation concurrentielle...) ;
- les atouts et faiblesses du fonds (la dépendance du fonds au dirigeant, l'environnement géographique, le contexte réglementaire).

C'est le maniement et le juste choix de ce coefficient multiplicateur qui permet d'apprécier le rapport du couple rentabilité/risque de ce fonds de commerce.

La méthode utilisée par de très rares experts en matière d'éviction (mise au point par Michel Marx) d'un retraitement atypique de l'EBE tenant compte de l'origine des capacités bénéficiaires de l'entreprise consistant à additionner la valeur du droit au bail et la valeur résiduelle du fonds (en situation d'un loyer normal) calculées respectivement avec deux coefficients différents pour aboutir à une valeur globale de fonds n'est pas appropriée.

C'est une construction purement intellectuelle qui ne correspond ni à une réalité économique (surévaluation de la valeur du fonds sans observation et vérification préalables de la réalité de la situation du locataire) ni à une réalité juridique (le loyer payé répond à un dispositif contractuel ; pourquoi alors lui substituer un loyer de marché ?). Elle ne résulte pas non plus « d'usages de la profession » et aucun fonds n'est évalué en utilisant une telle méthode.

C. La méthode basée sur les flux futurs d'activité d'un fonds de commerce

Avec cette méthode on s'attache plus à la rentabilité future d'un fonds de commerce.

Pour cela on utilise une formule d'actualisation qui est fonction de la durée et du taux d'actualisation retenu. Combien de temps peut-on s'estimer capable de maintenir un flux sur une longue durée ?

Quel flux retenir ? Quelle durée ? Quel taux d'actualisation ? Reprenons notre EBE et après avoir établi un EBE normatif ; il nous reste à fixer, sur une durée déterminée,

des flux annuels avant de les actualiser à la date d'aujourd'hui pour en déduire une valeur de fonds.

Deux inconnues demeurent après avoir choisi le flux : quelle durée ? Quel taux ?

La durée sera celle que le titulaire du fonds peut assumer dans un budget prévisionnel sans exagération et sans pessimisme. Le taux sera fonction du risque associé aux résultats prévisionnels en tenant compte de l'environnement économique.

La valeur d'une entreprise sera égale à $k \times \text{EBE normatif}$ ($V = k \times \text{EBE}$). Comment se calcule k , appelé coefficient d'actualisation (qui part du principe qu'un euro aujourd'hui vaut plus cher qu'un euro de demain), et qui consiste à ramener à une valeur d'aujourd'hui les flux prévisionnels établis sur une durée en principe limitée ?

La formule d'actualisation d'un flux identique perçu pendant n années actualisé au taux i est la suivante : $k = [1 - (1 + i)^{-n}] / i$ (avec i qui est égal au taux d'actualisation et n à la durée de perception du flux).

Si la durée est fixée à dix ans et le taux d'actualisation estimé à 11 %, le multiple d'actualisation (k) atteint 5,89. Si la durée est fixée à 15 ans et le taux d'actualisation calculé à 11 %, le multiple d'actualisation (k) atteint 7,19. Si le taux d'actualisation monte (donc le risque) le multiple k va diminuer. Si le taux d'actualisation baisse (le risque diminue), le multiple k va augmenter et corrélativement la valeur du fonds de commerce. Plus la durée de perception augmente, plus le multiple va augmenter à risque équivalent.

La valeur d'une boutique sur les Champs Élysées vaut très cher car le preneur peut escompter sans risque significatif percevoir des revenus importants sur une longue durée.

Le taux d'actualisation retenu gèrera le risque du propriétaire du fonds de commerce.

En conclusion, nous aimerions dire que nulle méthode en matière d'éviction n'est parfaite. Chaque méthode a ses avantages et ses inconvénients. L'évaluateur se doit de gérer le couple rentabilité/risque d'une activité commerciale.

Toutefois – et c'est la première leçon de cette présentation –, c'est par la pluralité des approches que l'expertise se rapprochera le plus de la réalité. L'expert ne doit pas se contenter d'une méthode, mais, en confrontant les résultats divers, savoir donner son avis sur la valeur du fonds de commerce.

Longtemps, les analyses furent uniques – ce fut souvent la technique du pourcentage du chiffre d'affaires qui a éclipsé les autres. En effectuant les analyses financières, l'expert peut porter un chiffre le plus proche de la réalité économique et financière du fonds.

Le prix relève de la négociation bilatérale, la juste valeur du travail de l'expert.



Publié sur *Le Cercle Les Echos* (<http://lecercle.lesechos.fr>)

Prime de risque de marché : laquelle choisir pour les évaluations financières ?

La prime de risque de marché est un paramètre fondamental à choisir lors de la détermination du taux d'actualisation dans le cadre de la mise en œuvre des Discounted cash flows. La question cruciale est de savoir quelle prime de risque retenir, ou plutôt, quelle est l'approche la plus pertinente, notamment au regard des autres composantes du taux d'actualisation et du contexte économique.

La prime de risque de marché est un paramètre fondamental à choisir lors de la détermination du taux d'actualisation, le plus souvent dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode d'évaluation des Discounted cash flows (DCF). La question cruciale est alors de savoir quelle prime de risque de marché retenir, ou plutôt, quelle est l'approche qui apparaît la plus pertinente, notamment au regard des autres composantes du taux d'actualisation et du contexte économique. Le présent article a pour objet de donner quelques pistes de réflexions au regard des pratiques actuelles et non de trancher un sujet qui fait toujours débat.

Les principales méthodes de détermination des primes de risque

En pratique, la prime de risque est égale à la différence entre le rendement observé sur le marché à partir d'un indice de référence et le taux sans risque. De manière assez synthétique, nous pouvons dire qu'il existe trois grandes approches pour estimer les primes de risque de marché :

- L'approche basée sur les rentabilités historiques des actifs qui repose sur l'observation des performances historiques d'un marché donné.
- L'approche implicite (ou prospective), qui est en principe déterminée à partir des prévisions de résultats et/ou de cash flow des analystes et du niveau actuel d'un indice boursier de référence.
- L'approche par sondage, où les investisseurs communiquent leur estimation de la prime de risque pour le futur. En pratique, ce type de sondage est souvent réalisé auprès d'un public

diversifié (investisseurs, dirigeants, directeurs financiers et universitaires).

12

Malheureusement, au sein de chaque méthodologie, plusieurs variantes de calcul sont possibles, conduisant à élargir la fourchette des primes de risque observées. Par exemple, les primes de risque historiques peuvent sensiblement varier selon la période de référence, le choix de la moyenne (arithmétique ou géométrique), le taux sans risque de référence... Il en est de même des primes de risques implicites où plusieurs modèles de calculs sont utilisés ; les modèles basés sur les flux de dividendes futurs apparaissent assez couramment utilisés, mais là encore, quelle que soit l'approche utilisée, les variables de base peuvent varier sensiblement (taux de croissance des dividendes, indice de référence utilisé...). Ainsi, à ce jour, il n'existe aucun réel consensus dans la détermination de la prime de risque.

Au regard de ces observations, les résultats obtenus peuvent sensiblement varier selon la méthodologie et les variables utilisées. Théoriquement, l'approche implicite est celle qui apparaît la plus pertinente dans le cadre de la mise en œuvre d'une évaluation financière basée sur les DCF (tant que le marché est rationnel !). Les principaux arguments qui justifient ce postulat sont les suivants :

- La prime de risque repose sur des données prévisionnelles en cohérence avec la méthodologie utilisée dans les DCF puisque nous cherchons à actualiser des flux futurs.
- La prime de risque est déterminée sur la base d'un indice boursier et du taux sans risque actuels, traduisant ainsi la réalité du marché.
- La prime de risque historique ne reflète pas nécessairement celle du futur ; à défaut, cela revient à considérer que la prime de risque est invariable à travers le temps alors que les fondamentaux économiques et l'aversion au risque des investisseurs se modifient en permanence, y compris à long terme.

Toutefois, la pertinence de ces remarques dépendra également de la fiabilité des primes de risque qui sont parfois, très, pour ne pas dire trop, complexe ou totalement occulte. De plus, l'efficacité des marchés doit également être considérée. Ainsi, la transparence des modèles de détermination des primes de risque reste un gage de fiabilité (cf en particulier l'approche retenue par A.Damodaran).

La prime de risque de marché et son impact dans les évaluations financières

Le choix de la prime de risque de marché n'est pas neutre dans le cadre la mise en œuvre d'un DCF. En effet, c'est une variable importante du coût des capitaux propres. Il est surprenant que certains évaluateurs puissent prétendre le contraire considérant qu'il s'agit d'une donnée accessoire. Certes, il s'agit que d'un élément parmi d'autres à considérer dans une évaluation financière, mais il suffit d'observer la sensibilité de la valeur d'une action au taux d'actualisation pour se convaincre qu'il s'agit d'un paramètre fondamental dans la mise en œuvre d'un DCF. Ainsi, dans une hypothèse où seul le coût des capitaux propres serait constitutif du coût du capital (sans impact du coût de la dette) et d'un beta de 1, une modification de la prime de risque impacterait sensiblement le taux d'actualisation et, par conséquent, la valeur d'une action.

Exemple

- Taux sans risque : 2 %, prime de risque : 4 %, Beta : 1, le cout des capitaux propres (et donc le coût du capital en l'absence d'endettement net) serait de 6 %.
- Taux sans risque : 2 %, prime de risque : 8 %, Beta : 1, le coût des capitaux propres (et donc le coût du capital en l'absence d'endettement net) serait de 10 %.

Toute chose étant égale, un écart de +4 points de la prime de risque serait susceptible d'entraîner une baisse de la valeur d'une action de l'ordre de 55 % ! De tels écarts ne sont pas toujours fantaisistes, puisque l'analyse des notes d'offre AMF 2012 montre que la fourchette des primes de risque est de [5,2 %-10,1 %] pour les banques présentatrices et de [4,5 %-9,5 %] pour les experts indépendants. Bien entendu, un gearing de la dette important et un beta faible conduiraient à nuancer ce constat.

À titre d'information, il est également intéressant d'observer que les experts indépendants AMF testent la sensibilité de la valeur d'une action au taux d'actualisation sur une base généralement comprise entre +/- 0,5 % à 1 %. Cette sensibilité se traduit par une variation de la valeur de l'action comprise en moyenne à environ +/- 6/7 % (source : observations faites sur la base des rapports des experts indépendants des notes d'offres AMF 2012).

Ces observations confirment que la prime de risque de marché peut avoir un impact sensible sur la valeur des actions. Le choix de celle-ci doit, par conséquent, faire l'objet d'une attention particulière.

Quelles sources retenir ?

Certains évaluateurs indiquent que la prime de risque est celle du "consensus" de place à partir de moyennes de primes de risque d'origines diverses et variées. Or, l'observation des différentes primes de risque déterminées montre qu'il n'existe aucun consensus réel. Néanmoins, il n'est pas exclu de choisir la prime de risque sur la base des observations de plusieurs références en justifiant de ses choix.

Toutefois, il convient d'être particulièrement vigilant lors de la prise en compte de la prime de risque. Par exemple, retenir une prime de risque historique de 4 % conduit à minorer le taux d'actualisation et donc à probablement surévaluer la valeur d'une action. En effet, le niveau actuel peu élevé du taux sans risque (~2 %) n'est pas cohérent avec les taux sans risque utilisés pour la détermination des primes de risques historiques. De plus, cela revient implicitement à considérer que le marché est sous-évalué dans la même proportion.

Il existe une multitude de sources fournissant les primes de marché (Universitaires, Ouvrages, Sociétés de conseil...). Les primes de risques implicites sont généralement calculées par des sociétés d'analystes et de conseil (Associés en Finance, Fairness Finance, Idmidcap, primederisque.com...).

Nous communiquons ici certaines références récentes de primes de risque souvent citées

par les évaluateurs.

Les études universitaires portent principalement sur les primes de risque de marché historiques et celles obtenues par sondages.

L'analyse des notes d'offres AMF montre que les banques et les experts disposent d'une certaine latitude dans le choix de la prime de risque, tout du moins vis-à-vis de l'AMF. Les primes de risque des notes d'offre AMF sont en grande majorité des primes de risque implicites (~75 % des cas) dont les niveaux sont actuellement plus élevés que les primes de risque historiques en raison du niveau faible du taux sans risque et des conditions actuelles du marché.

Le choix des experts indépendants AMF en 2012

L'analyse du choix des experts indépendants AMF en 2012 est intéressante. Les principales références citées sont Associés en Finance (27 % des cas), Fairness Finance (12 % des cas), Natixis (13 % des cas). La moyenne des primes de risques observées sur les notes d'offres antérieures est également régulièrement utilisée (15 % des cas). Par contre, nous pouvons observer des divergences de prime pour une même source puisque certains utilisent différentes moyennes (3 mois, 6 mois...) et d'autres des données spot. Les sources Associés en Finance et Natixis sont celles qui donnent les niveaux de primes de risque les plus élevés (>8 %) alors que, sans surprise, les références aux primes historiques issues d'études universitaires sont les plus faibles (< ou = à 5 %). Les primes de risque implicites se situent principalement dans une fourchette comprise entre 7 % et 8 %.

Nous observons une augmentation constante de la moyenne des primes de risque retenues par les experts indépendants AMF depuis 2010 (6,2 % en 2010, 6,6 % en 2011 et 7,4 % en 2012). Cette augmentation traduit à la fois les conditions actuelles du marché et, dans une moindre mesure, le choix des experts indépendants qui restent fortement concentrés sur un nombre réduit d'acteurs dans la mesure où ces derniers utilisent des sources différentes.

Le choix de la prime de risque de marché doit également être conduit par les facteurs implicites et qualitatifs déterminant les niveaux de primes de risque de marché. Il s'agit principalement de l'aversion au risque des investisseurs, situation économique du pays, liquidité du marché, incertitude dans les décisions politiques (notamment liée à la fiscalité...). Ces critères doivent également être considérés dans le choix final de la prime de risque à utiliser.

Les primes de risque de marché retenues par les banques sont traditionnellement plus élevées et sont, en moyenne, elles aussi en augmentation depuis 2010 (6,9 % en 2010, 6,7 % en 2011 et 7,5 % en 2012). Les sources utilisées sont régulièrement internes aux banques présentatrices, mais elles sont parfois externes (Detroyat, Associés en Finances, Factset, Bloomberg notamment).

Les primes de risques spécifiques

Les principales primes de risques spécifiques prises en compte dans le taux d'actualisation sont liées :

- Au risque Pays dès lors où les activités de la société sont réalisées dans différents pays avec des risques sous-jacents différents ; ainsi, les pays susceptibles de pratiquer une nationalisation conduiront les investisseurs à considérer une prime spécifique afin de traduire ce risque... Les données mises à disposition sur le site de la NYU Stern (A.Damodaran) sont souvent utilisées pour déterminer ces primes de risques spécifiques.
- Au risque de taille et/ou liquidité dès lors où la société étudiée présente une taille et/ou une

liquidité plus faibles que celle de l'indice étudié pour le calcul de la prime de risque de marché. L'étude annuelle du cabinet Morningstar (ibbotson) est souvent utilisée pour déterminer la prime de taille adéquate. Dans les notes d'offre AMF, ce type de prime est généralement utilisée pour les capitalisations avoisinant ou inférieures à 100 M€. Ceci étant, certains évaluateurs ne retiennent pas de prime spécifique malgré la taille réduite de la société. En 2012, la prime de taille moyenne qui ressort des notes d'offre est de 2,6 % pour les experts indépendants et 2,1 % pour les banques. Le choix de la prime de taille devrait être effectué à l'aune du choix de la prime de risque de marché (différentiel à observer selon que l'évaluateur retienne une prime de risque calculée en référence du CAC40 ou d'un indice Smidcap par exemple).

- D'autres primes spécifiques sont parfois considérées, telles que, par exemple, pour compenser un business plan jugé trop volontariste ; dans ce cas, il conviendra de chiffrer ce risque dans le cadre de l'évaluation des cash flows afin d'éviter les primes spécifiques trop arbitraires. Ces primes spécifiques sont souvent pratiquées dès lors où le management de la société évaluée ne souhaite pas dégrader son business plan. Attention toutefois à ne pas considérer des risques qui devraient se situer à un autre niveau (ex. : un niveau d'endettement élevé qui devrait plutôt se situer dans le coût de la dette avec un spread plus important).

Nous avons pu observer qu'il n'existait pas de véritable consensus quant à la détermination de la prime de risque de marché. Néanmoins, dans le cadre d'une évaluation financière, il apparaît souhaitable de ne pas trop s'écarter des primes de risque implicites actuellement observées afin d'être cohérentes avec le marché et des autres approches d'évaluation qui pourraient être mises en œuvre, en particulier les multiples boursiers. Il faut toutefois rester dans un cadre rationnel. Par exemple, une prime de risque "trop" élevée pourrait conduire à considérer un taux de rentabilité minimal irréaliste. De la même façon, le choix de certaines primes de risque historiques "peu" élevées risquerait de surévaluer les valeurs, a fortiori au regard du niveau actuel du taux sans risque. Il est donc important de justifier correctement du choix de la prime de risque de marché utilisée pour estimer le coût du capital. Le simple rappel de la source utilisée apparaît insuffisant afin de bien comprendre le raisonnement et les hypothèses de l'évaluateur. En outre, il convient de veiller à garder une certaine cohérence entre les différents paramètres du taux d'actualisation et à l'égard du plan d'affaires retenu dans les DCF.

Philippe Campos, Associé Afival, Expert près la Cour d'appel de Paris en évaluation d'entreprise et de droits sociaux

Philippe Campos

URL source: <http://lecercle.lesechos.fr/entreprises-marches/finance-marches/finances/221162127/prime-risque-marche-laquelle-choisir-evaluati>



l'actualité & les bases de données du Corporate Finance et du Private Equity en continu

PAROLES D'EXPERT

Comment déterminer la valeur d'entreprise du non coté : DCF, multiples ou multicritère ?

mardi 30 avril 2013

Philippe Campos, Expert près la Cour d'Appel de Paris en évaluation d'entreprise et de droits sociaux, Associé Gérant, AFIVAL Audit&Conseil.



La méthode des DCF et celle des multiples sont, de loin, les plus populaires dans le monde des affaires aujourd'hui. Mais une approche unique dans ce domaine montre ses limites.

LA MÉTHODE DES DCF...

Fondamentalement et sauf cas particulier, la valeur d'un actif économique doit correspondre à ce qu'il est susceptible de rapporter. Telle est la « philosophie » de la méthode des DCF puisqu'il s'agit de déterminer la valeur d'aujourd'hui des flux de trésorerie futurs disponibles générés par les actifs de la société.

Ainsi, les deux données essentielles à considérer dans cette méthode sont d'abord les flux de trésorerie, qui sont déterminés sur la base de la profitabilité attendue de l'investissement (Ebitda) et des incidences sur la trésorerie de la variation du BFR et des investissements de croissance, puis le coût du capital (WACC), qui est utilisé pour l'actualisation des flux futurs.

Il est souvent reproché à cette méthode sa forte **sensibilité** aux paramètres retenus dans les flux de trésorerie et du coût du capital, d'autant que la valeur terminale, qui est déterminé sur la base d'un flux « à l'infini », représente généralement plus des deux tiers de la valeur d'entreprise. Cette critique est assez courante dans le monde du capital investissement. Ainsi, le guide d'évaluation de l'IPEV (*International Private Equity and Venture Capital* - édition de décembre 2012) attire l'attention des incon vénients de cette méthode qui implique, selon eux, un niveau important de subjectivité dans la détermination des prévisions de trésorerie, de la valeur terminale et du taux d'actualisation. Ainsi, l'IPEV recommande d'utiliser cette méthode uniquement à titre de recoupement.

ET SES LIMITES...

Ces critiques ne sont pas totalement **infondées** puisqu'il est vrai que les flux futurs de trésorerie reposent sur des prévisions qui sont, par définition, incertaines, et que le taux d'actualisation impacte sensiblement la valeur. En réalité, comme toute méthode d'évaluation, la méthode des DCF peut être réalisée de manière **arbitraire**, intégrant des données totalement occultes, sans aucune référence de marché et sans aucune réelle analyse stratégique de la firme. Ainsi, afin de limiter la subjectivité qui pourrait résulter de la mise en œuvre de la méthode des DCF, plusieurs recommandations doivent être considérées, en particulier :

- Il est essentiel de comprendre les fondamentaux de l'entreprise (positionnement stratégique et avantages concurrentiels durables). Cette analyse est un préalable indispensable afin d'apprécier la fiabilité des prévisions et le potentiel de création de valeur.
- Etablir le lien entre la profitabilité historique et celle qui est attendue dans les cashflow futurs. Ainsi, il convient d'être particulièrement d'être vigilant sur les fortes croissances du chiffre d'affaires ou d'améliorations du taux de marge.
- Les données utilisées dans le cadre de l'évaluation doivent faire l'objet d'une transparence absolue et les sources mentionnées.
- Les paramètres du taux d'actualisation (taux sans risque, beta, primes de risque...) doivent, dans la mesure du possible, faire référence à des données de marché.
- Le taux d'actualisation (WACC) doit s'analyser à l'aune de la rentabilité observée sur les chiffres historiques de la société et ceux des sociétés comparables, car la création de valeur suppose que le taux de rentabilité effectif de l'actif économique soit

supérieur au coût du capital ($ROCE > WACC$). Cette étape, pourtant fondamentale dans l'analyse du potentiel de création de valeur, est souvent négligée dans le cadre d'une évaluation d'entreprise.

Ainsi, cette méthode n'est pas antinomique avec la vision d'un **investisseur en capital** puisque celui-ci s'intéresse aux prévisions de la société préalablement à son investissement. Il apprécie le potentiel de création de valeur de la société à l'aune des avantages concurrentiels durables, qui sont en principe reflétés dans le plan d'affaires. De plus, un investisseur aguerrit et impartial connaît le taux de rentabilité minimal attendu de son investissement qui reflète sa perception du risque associé à la capacité à atteindre les résultats futurs projetés dans le cadre de la modélisation de son plan de financement (via la modélisation d'un TRI).

LA MÉTHODE DES MULTIPLES...

L'attrait de cette approche résulte de la possibilité de déterminer une valeur en comparaison directe avec des données de marché.

Cette approche à la **favor des professionnels du capital investissement** et de nombreux groupes engagés dans un processus de croissance externe. Les « partisans » de cette approche en vantent souvent la simplicité et sa cohérence avec les prix observés sur le marché. Il est vrai qu'elle permet de situer la valeur d'une entreprise par rapport aux standards du marché ou du niveau de prix généralement accepté par les investisseurs. Ainsi, un investisseur sera parfois « rassuré » par un investissement réalisé en adéquation avec la perception du marché, quand bien même le marché surévalue un secteur d'activité ou que la société présente de nombreuses faiblesses par rapport aux principaux acteurs de la filière par exemple.

... ET SES LIMITES

La **relative simplicité** de cette approche en conduit certains à évaluer une société en faisant abstraction des fondamentaux de la société et des caractéristiques de l'échantillon retenus. Ainsi, de nombreuses limites sont observées dans la mise en œuvre de cette approche, en particulier :

- La difficulté d'identifier de **réels comparables** en termes d'activité, de taille, de croissance et de rentabilité. L'analyse du positionnement stratégique de la société à évaluer est alors fondamentale afin d'identifier un échantillon pertinent dans la mesure du possible.
- Lorsque l'échantillon est constitué de sociétés cotées, les PME et ETI n'ont pas nécessairement un flottant et une liquidité suffisante pour assurer la pertinence du cours de bourse.
- Les méthodes comptables hétérogènes entre les sociétés de l'échantillon et la société à évaluer peuvent conduire à créer de réelles distorsions. Ces divergences peuvent conduire à augmenter ou diminuer le multiple déterminé. De plus, l'information n'est pas nécessairement disponible pour pouvoir correctement retraiter les données comptables.
- L'ensemble des informations concernant l'échantillon retenu n'est pas nécessairement connu (dépenses exceptionnelles, troubles sociaux, nouveaux contrats ou pertes de contrats...).

L'APPROCHE MULTICRITÈRE, LA RÈGLE CHEZ LES PROFESSIONNELS DE L'ÉVALUATION

Les professionnels de l'évaluation retiennent généralement une **approche multicritère** pour évaluer une société. Cette approche est fortement recommandée par les différentes autorités professionnelles et la doctrine dont dépendent ces professionnels. Il en est ainsi des missions de commissariat aux apports et à la fusion, des expertises indépendantes AMF ou bien encore de l'évaluation à dire d'expert prévue à l'article 1843-4 du code civil.

Sur le plan pratique, l'analyse multicritère peut permettre de mettre en évidence des hypothèses irrationnelles ou trop optimistes (multiple très élevé qui impliquerait des hypothèses de croissance sous-jacentes significatives et fantaisistes...). Il est également important de souligner que, dans le cadre d'une approche multicritère, la méthode des DCF est **majoritairement considérée comme la méthode à privilégier** par les professionnels de l'évaluation. La méthode des multiples étant généralement utilisée à **titre de recoupement**, contrairement aux recommandations de l'IPEV. La méthode des DCF est également une approche **fondamentale** dans le cadre de la mise en œuvre des tests de dépréciation des actifs incorporels liés à des opérations de croissance externe ou sur la valeur des titres de participation.

Ne serait-ce qu'à titre de recoupement, les investisseurs peuvent avoir intérêt à modéliser un DCF préalablement à un investissement pour, au moins, les raisons suivantes :

- L'analyse des perspectives intrinsèques de la société peut conduire à modéliser un DCF et identifier le potentiel de création de valeur, au-delà de la perception du marché. Cette remarque sera d'autant plus vraie que l'échantillon retenu dans le cadre de la méthode des multiples est assez souvent imparfait.

- Anticiper les tests de dépréciation futurs au regard du business plan initial et des risques de « décrochages » des prévisions financières sous-jacentes.
- Prévoir l'impact possible des cas de sorties « conflictuelles » d'associés qui sont, assez souvent, traitées sous l'article 1843-4 du code civil. Conformément à la jurisprudence, l'expert désigné aura toute latitude pour **choisir les méthodes d'évaluation qu'il juge pertinente**. Ainsi, il pourra écarter les méthodes d'évaluation prévues dans les statuts en cas de sortie d'un associé (multiple prédéfini, application d'une décote automatique en cas de départ anticipé...).

RESTER SUR LE TERRAIN DU RATIONNEL.

Toutes les méthodes d'évaluation présentent des **avantages et inconvénients**. Le choix de la méthodologie devrait être une **question de fait** et non pas selon les préférences de chacun. Les **méthodes retenues doivent permettre de situer la valeur d'entreprise dans une fourchette**. Le prix, quant à lui, sera fortement influencé par une négociation entre les parties dans le cadre d'une opération de fusion/acquisition. L'approche multicritère aidera l'évaluateur de se représenter, dans la mesure du possible, le prix qui pourrait être obtenu par le jeu de l'offre et de la demande. Par contre, il sera difficile pour un évaluateur de modéliser les comportements « irrationnels », qui **peuvent parfois être observés** dans le cadre de négociation pour déterminer le prix de transaction d'une entreprise. En d'autres termes, **l'évaluation doit rester sur le terrain du rationnel** et l'approche multicritère doit aider l'évaluateur dans ce processus ; par contre, **le prix est parfois irrationnel**, une méthodologie isolée et obscure en constitue alors le socle.

Voir la fiche de Campos Philippe

Voir la fiche de AFIVAL

Paroles d'expert

24 octobre 2013

1192 mots

Par Philippe Campos, associé Afval

Paroles d'expert

Méthode des multiples : attention à la fiscalité sur les bénéfices !



La méthode des multiples de valorisation est usuellement pratiquée chez les acteurs du Capital Investissement et des Corporate. Sous une apparente simplicité, cette méthode revêt de nombreux pièges, notamment en raison de la fiscalité sur les bénéfices.

Considérez la distorsion fiscale entre les sociétés de l'échantillon

A l'heure de la mondialisation, l'environnement économique et les spécificités locales de l'espace européen tendent à se réduire. Pourtant, la fiscalité, en particulier celle liée à l'imposition sur les bénéfices présentant de nombreuses distorsions (taux d'IS, crédit d'impôt recherche...). Il convient de souligner que la France à l'un des taux d'IS les plus élevés des pays de l'OCDE.

Il est assez courant de considérer des sociétés européennes dans son échantillon de sociétés comparables (sociétés cotées ou transactions comparables). Si leur nombre devient significatif, il convient d'être vigilant au taux d'imposition des pays concernés. En effet, pour les multiples d'exploitation (CA, Ebitda ou Ebit ou équivalents) des taux d'imposition sensiblement plus faibles (ex : Royaume-Uni à 23%) conduiraient, implicitement, à considérer un niveau de multiple plus élevé qu'il ne devrait l'être si les sociétés étaient localisées en France.

Ainsi, toutes choses étant égale par ailleurs, il ne serait pas cohérent de considérer le même niveau de valorisation entre la cible française et les sociétés de l'échantillon dont l'imposition sur les bénéfices serait sensiblement plus faible. A défaut, cela reviendrait à faire abstraction de la sortie de cash au profit de l'état, qui réduit pourtant le « cashflow » disponible pour rembourser la dette ou l'actionnaire.

Il convient donc d'être particulièrement vigilant sur le choix des sociétés comparables dans la mise en œuvre d'une méthode analogique en évitant, autant que faire se peut, un échantillon de sociétés dont les taux d'IS seraient sensiblement différents de la société à évaluer.

L'inflation fiscale observée en France ne doit pas être négligée.

Le gouvernement français avait prévu de taxer l'excédent brut/net d'exploitation (EBE/ENE) pour les entreprises dont le chiffre d'affaires (CA) excède 50 M€. Finalement, c'est une surtaxe d'impôt « temporaire » de 10,7% (au lieu de 5% précédemment) qui va être appliquée en 2013 pour les entités dont le CA excède 250 M€, rehaussant le taux d'IS à près de 37% pour ces sociétés.

La taxe sur l'EBE aurait probablement eu un impact sur l'agrégat de l'Ebitda, conduisant ainsi à minorer la valeur d'entreprise obtenue à partir de la méthode des multiples.

A contrario, un supplément d'IS n'est pas de nature à impacter la valeur d'entreprise obtenue sur la base d'un multiple d'exploitation puisqu'il affecte uniquement le résultat net. Dans cette situation, la prise en compte de multiples de valorisation de sociétés comparables établis sur la base de comptes annuels historiques devra être considérée avec prudence. En effet, l'importance relative de la charge d'IS sur les périodes examinées pourrait être sensiblement différente de celle de la dernière information financière de la société à évaluer.

La surtaxe additionnelle étant, en principe, temporaire (en principe 2 ans), son impact sur la valeur apparaît relativement simple à mesure en considérant son impact direct sur le « cash flow » de la société par rapport à une situation « normale ».

Illustration et alternatives possibles

Le tableau ci-dessous présente un exemple volontairement simplifié afin d'illustrer notre propos (absence de dette nette, taux de marge similaire, pas d'incidence de change, absence d'amortissements...).

Nous considérons que seule l'imposition sur les bénéfices fluctue (ici nous retenons l'hypothèse que la surtaxe serait durable). Ainsi, à situation comparable, une méthode de valorisation fondée sur un multiple d'exploitation n'est pas influencée par une différence de fiscalité sur les bénéfices dans le temps ou selon le lieu d'imposition. Pourtant, ces différences d'imposition conduisent, dans notre exemple, à faire varier le résultat net de -13% à -18%. Une approche alternative de valorisation fondée sur un multiple de PER conduirait à faire varier la valorisation dans la même proportion. En considérant une variation équivalente sur les multiples d'Ebitda, ceux-ci seraient alors de 5,2x (FR 33,33 %) et 4,9x (FR 36,9%) contre 6x dans l'hypothèse de base (UK 23%).

	UK (23%)	FR (33,3%)	FR (36,9%)
CA (en M€)	300	300	300
Ebitda (30% CA)	90	90	90
IS	-21	-30	-33
Résultat net	69	60	57
Multiple Ebitda	6x	6x	6x
Valeur d'entreprise (hyp dette nette nulle)	540	540	540
Multiple Ebitda ajusté de la fiscalité	6x	5,2x	4,9x
Valeur d'entreprise (hyp dette nette nulle)	540	468	441
Multiple PER	8x	8x	8x
Valeur des fonds propres	554	480	454

Dans de nombreuses situations, la fiscalité sur les bénéfices est sans incidence majeure dans la mise en œuvre de la méthode des multiples. Toutefois, son incidence peut ne pas être négligeable dans certains cas. Dans cette situation, les principales recommandations seraient les suivantes :

- Être particulièrement attentif sur la fiscalité des bénéfices des sociétés de l'échantillon et les divergences éventuelles avec la société à évaluer.

- Si possible, ajuster le multiple d'exploitation proportionnellement selon la différence d'imposition sur les bénéfices entre les sociétés concernées

- Une approche multicritère est généralement pertinente, notamment en mettant en œuvre une méthode fondée sur les flux futurs de trésorerie (type « DCF »), car cette dernière permet de modéliser directement toutes les conséquences fiscales du plan d'affaires considéré par l'investisseur.

- L'utilisation d'un multiple PER par exemple peut également s'avérer utile afin d'appréhender l'incidence d'une différence de fiscalité sur les bénéfices ; sous réserve toutefois que les sociétés de l'échantillon présentent une structure d'endettement comparable.

Dans tous les cas, le prix d'une transaction est sensiblement influencé par d'autres facteurs de négociation. Toutefois, il apparaît fondamental de bien connaître le prix payé en comparaison des fondamentaux de la société afin de pas payer « trop » cher une cible fondé sur la base d'un multiple erroné. Ainsi, il ne doit pas être fait abstraction des spécificités fiscales des sociétés de l'échantillon et de la société évaluée.

Tags : N.D. ; Corporate Finance

Voir la fiche de : AFIVAL

Voir la fiche de : Campos Philippe



actualités & bases de données du Corporate Finance et du Private Equity
© Tous droits réservés CFNEWS 2013-2014 - reproduction interdite sauf accord préalable
voir <http://www.cfnews.net/info/Pour-reproduire-des-articles-CFnews-136819>



Bruno Bizalton, associé BM&S, fondateur Entreprise Familiale Centenaire, IEP, MBA Insead

> Méthodologie

Quel est l'impact de l'ancienneté sur la valeur de la marque ?

La méthodologie Anno-Value® permet de calculer une survaleur, liée à l'ancienneté de la création, principalement pour les marques de plus de 100 ans. - **Le temps, un capital confiance.**



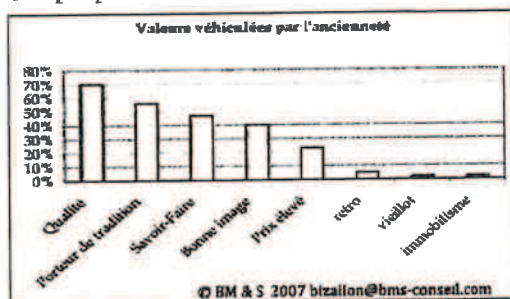
Alain Kaiser, associé Fidat Innovation, professeur associé Paris 13, Expert près la Cour d'appel de Paris.

En France, il existe plus de 3 000 marques, entreprises, organismes... de plus de 100 ans. 1 200 entreprises sont familiales et centenaires, et environ une dizaine, par an, change de main.

L'usage d'une date ou d'une référence « depuis... » n'est plus anecdotique, mais devient de plus en plus fréquent, même pour des entreprises de 15 ou 20 ans. On constate que dans les magazines CSP + (*), plus de 8 % des annonces font référence à une date.

> L'ancienneté d'une marque est perçue positivement

En France, l'ancienneté d'une marque ou d'une entreprise est considérée comme un élément positif aussi bien par les clients que par les entreprises (enquête BMS 2007 et 2012) (**) car elle symbolise des valeurs telles que la qualité, la tradition, l'authenticité, la maîtrise d'un savoir-faire... (Graphique 1)



De l'enquête 2012, (**) il ressort les caractéristiques suivantes :

- 83 % des dirigeants, estiment, que leur ancienneté est un véritable atout ;
 - 70 % des dirigeants constatent un développement de l'usage de l'ancienneté en particulier par des entreprises qui ne sont plus familiales.
- Car une marque qui a un passé dispose d'un atout essentiel : « un capital confiance ».

> L'ancienneté a-t-elle une incidence sur la marque ?

L'ancienneté renforce l'image de la marque et permet une valorisation du produit.

La présence d'une date dans la communication permet d'intégrer de façon extrêmement simple les aspects positifs de l'ancienneté. Si on supprime celle-



ci, l'image de ces marques s'en trouverait affectée. Parfois la date est déposée en marque (1664, 1848, 1855.com...)

Dans certains secteurs, comme l'agroalimentaire, la référence à l'ancienneté permet un accroissement de la valeur perçue du produit. On constate qu'une date ou une mention « de tradition », « à l'ancienne » permet de vendre un produit de qualité à un prix supérieur de 20 à 30 % par rapport au produit standard.

La durée de son ancienneté est un argument de différenciation

On constate deux tendances :

1) Quand une marque peut se prévaloir d'être la plus ancienne de son secteur, c'est un argument qu'elle va exploiter. Exemples d'accroches :

- Vacheron Constantin : la plus ancienne manufacture horlogère au monde ;
- Connétable. Plus ancienne conserverie de sardines au monde ;
- La Maison de Champagne Gosset est la plus ancienne maison de vins de la Champagne.

2) Quand une marque en a la possibilité, elle choisit la date de référence la plus ancienne (***) :

- LU avant 2006 indiquait « Depuis 1886 » puis après 2006 « Depuis 1846 » ;
- Dalloyau avant 2010 indiquait « Depuis 1802 » puis après 2010 « Depuis 1682 ».

« En France, il existe plus de 3 000 marques, entreprises, organismes... de plus de 100 ans. 1 200 entreprises sont familiales et centenaires. »

(*) Catégorie socioprofessionnelle supérieure

(**) Enquête BM&S / EFC février - avril 2012 : base 230 réponses de dirigeants d'entreprises familiales

(***) Source Histoire de marques

> Comment mesurer l'impact de l'ancienneté sur la valeur de la marque ?

Les différentes méthodes d'évaluation des marques ou des entreprises font souvent référence à l'ancienneté de celles-ci, sans cependant l'intégrer de façon différenciée. Capital confiance, valorisation du produit, facteur de différenciation, ceci tend à conforter que l'ancienneté a une valeur.

« 70 % des dirigeants estiment que leur ancienneté a une valeur, ** » : c'est sur la base de ce constat que BM & S et FIDAL Innovation ont développé la méthodologie Anno-Value ®. Celle-ci permet de calculer une survaleur, liée à l'ancienneté de la date de création de la marque, principalement pour les marques de plus de 100 ans.

Cette survaleur (%) s'appliquera à la valeur de la marque évaluée selon les différentes méthodes classiques.

> Principe de la méthode d'évaluation

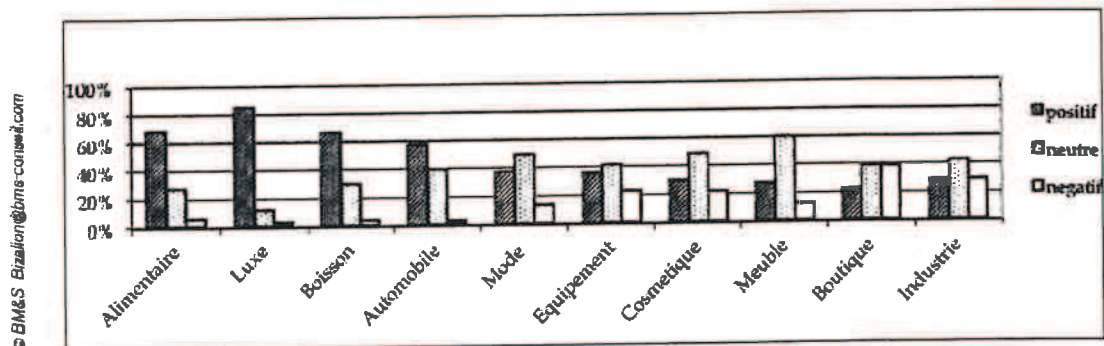
L'impact de l'ancienneté est différent selon les

secteurs. Dans chaque secteur on identifie des composantes clefs liées à l'ancienneté (de 4 à 6) (ex... rang chronologique, nouveaux entrants...). Chacune de ces composantes a un coefficient de survaleur lié au secteur. Ce coefficient est décomposé en une grille de classement qui permet de positionner la marque en fonction de son ancienneté.

Pour évaluer la survaleur liée à l'ancienneté de la marque, il suffit de positionner celle-ci sur les grilles de classement de chacune des composantes, et de faire la somme des résultats. Cette approche nécessite :

- Une identification des composantes pour chaque secteur. (Ces composantes ne sont pas les mêmes pour le biscuit, les montres...);
- Une évaluation de l'impact de la composante sur la survaleur (le rang chronologique ou les nouveaux entrants n'ont pas le même impact...);
- Une grille de classement pour chaque composante.
- Des bases de données historiques par secteur (nombre et date de création...). Selon les secteurs et l'ancienneté de l'entreprise, la survaleur, appliquée à la valeur estimée de la marque, peut être de 1 % à 6 ou 7 %.

L'impact de l'ancienneté est variable selon les secteurs (Graphique 2)



capital
immatériel

Directeur de la publication :

Alan Fustec

Éditeur : Didier Dumont

Rédacteur en chef :

Philippe Collier - Filactu

Courriel : collier@filactu.com

Tél. : +33 (0)6 80 83 25 17

Conception graphique :

Valérie Eudier



Société éditrice :

Goodwill

Management

SAS au capital de

100 000 €

46, Bd de Sébastopol

75003 Paris

Tél. : 01 49 26 05 49

RCS : Paris B 450 482 641

Site Web :

www.capital-immatériel.info

Bulletin d'abonnement

Je souhaite recevoir gratuitement les prochains n°

(numéros au format PDF, livrés par mail)

Société :

Nom :

Prénom :

Adresse :

Code postal :

Ville :

Tél. :

E-mail :



capital
immatériel

ÉVALUATION
PREVISION
VALUATION

> GOODWILL MANAGEMENT

46 BD de Sébastopol

75003 PARIS

ENTREPRISE

L'évaluation des grands crus viticoles bordelais



Par Maurice Nussenbaum,
associé fondateur,
Sorgem Evaluation



et Jérôme Niel,
manager, Sorgem
Evaluation

In vino veritas ?

Les transactions portant sur les grands crus, dont la presse financière se fait souvent l'écho en présentant des chiffres globaux et peu détaillés, soulèvent de nombreuses questions sur les méthodes de valorisation de ces actifs.

Ce marché, en fait très confidentiel, a fait l'objet d'une effervescence accrue avec l'arrivée d'investisseurs chinois ayant acquis plusieurs grands crus classés. On peut s'interroger sur la façon dont peuvent être évalués ces actifs, sachant que la valeur estimée n'est qu'une des composantes, certes majeure, du prix effectivement payé.

Avant de présenter les méthodes financières qui nous paraissent pertinentes pour évaluer ces actifs, il faut d'abord rappeler quels sont les principaux déterminants de la valeur d'un grand cru viticole bordelais.

Le premier prérequis de la valeur d'un grand cru est l'appellation définie par une délimitation géographique précise influençant la réputation et la notoriété du vin produit ; on peut ainsi citer les appellations Margaux, Pauillac, Saint-Estèphe, etc. Cette délimitation traduit une rareté qui crée également une rente foncière.

Les classements des vins bordelais permettent ensuite de hiérarchiser les vins au sein d'une région géographique déterminée. Les plus célèbres sont le classement de 1855, qui comporte 61 vins rouges du Médoc et 27 vins blancs liquoreux de Sauternes et de Barsac, et le classement de Saint-Émilion qui ne concerne que les vins de l'appellation «Saint-Émilion Grand Cru».

Distinct de l'appellation qui désigne seulement une zone géographique, le terroir influe fortement sur la qualité d'un vin, puisqu'il est dépendant de facteurs climatiques (exposition d'une parcelle au soleil), géologiques (nature du sol) ou humains (actions d'aménagement). Il peut ainsi y avoir plusieurs terroirs au sein d'une même appellation. La notation d'un vin par les critiques, le plus célèbre d'entre eux étant Robert Parker, influence sa notoriété et donc de fait le rayonnement commercial dont il peut bénéficier, parfois à une échelle mondiale. Les notes établies par ces critiques, dont le professionnalisme et l'indépendance sont souvent discutés, contribuent à la

création ou à la destruction de valeur d'un grand cru viticole.

Le nom de domaine va ainsi concentrer à la fois la valeur du terroir et celle de la marque. Ces actifs ont ici un caractère indissociable et concentrent l'essentiel de la valeur de la rente foncière.

Instauré dans les années 1970, le système des ventes en primeur est réservé aux meilleurs crus bordelais et permet à un domaine de vendre une partie de sa production annuelle, parfois jusqu'à 80 %, avant que celle-ci ne soit mise en bouteille. Ce système permet ainsi au producteur de sécuriser une partie plus ou moins conséquente de son chiffre d'affaires selon la qualité du millésime, le reste de la production étant conservé en stocks avant d'être vendu ultérieurement.

La grande volatilité qui affecte les déterminants de la valeur d'un grand cru bordelais, notamment du fait des aléas climatiques et de la conjoncture économique, rend difficile l'évaluation de ces actifs : les méthodes d'évaluation classiques doivent être transposées avec prudence et humilité sous peine d'aboutir à des valorisations incohérentes¹.

La valeur fondamentale d'une société peut être estimée à partir de méthodes intrinsèques, telles que les DCF (Cash Flows Actualisés), ou analogiques à partir de multiples de valorisation appliqués au résultat ou au chiffre d'affaires de sociétés comparables.

L'application de la méthode d'évaluation par les DCF repose in fine sur l'estimation de trois principaux paramètres : les flux de trésorerie prévisionnels, le taux d'actualisation et une valeur terminale.

Comme nous l'avons évoqué précédemment, les ventes en primeur peuvent parfois constituer une part significative du chiffre d'affaires d'un grand cru viticole bordelais. Modéliser les prévisions de ventes en primeur peut s'avérer être un exercice difficile compte tenu de l'extrême volatilité des prix, des quantités et du mix produits, les grands crus produisant généralement un «grand vin» à un prix relativement élevé et un second vin à un prix inférieur. La construction d'un business plan pertinent peut aussi se trouver fragilisée par les aléas climatiques futurs, tels que la grêle qui peut faire fluctuer fortement les rendements et la

qualité d'un vin. L'estimation d'un flux normatif, dans le cadre du calcul de la valeur terminale, s'avère également délicate dans la mesure où il est impossible de prévoir de manière certaine un niveau de rentabilité à l'infini.

Pour estimer le taux d'actualisation à partir d'un échantillon de sociétés comparables, il n'existe pas sur le marché français de société cotée détenant et exploitant uniquement un tel actif. Dans le domaine des vins et spiritueux, on peut ensuite se référer aux taux retenus pour les maisons de champagne ; il nous semble toutefois que le taux d'actualisation applicable à un grand cru bordelais doit nécessairement être supérieur à celui retenu pour une maison de champagne, dans la mesure où, en dépit des aléas climatiques récurrents qui font fluctuer fortement les rendements et la qualité, le grand cru ne peut pas diversifier ses approvisionnements et acheter des raisins ailleurs, a contrario de ce que peut faire une maison de champagne. De plus, compte tenu d'une plus grande variabilité des quantités et des prix, les grands crus de Bordeaux constituent un segment particulier, et plus risqué, du secteur du luxe.

Les méthodes de valorisation analogiques reposent sur l'utilisation de multiples issus soit de sociétés comparables cotées, soit de transactions ayant porté sur des sociétés comparables. Concernant la recherche de sociétés comparables cotées, on a vu précédemment, pour l'estimation du taux d'actualisation, qu'il était difficile de trouver de purs comparables à un grand cru bordelais. Afin de transposer de manière efficiente cette méthode à l'évaluation d'un grand cru bordelais, on peut toutefois, en première approche, se référer aux multiples d'EBITDA de groupes de luxe et de maisons de champagne. Les résultats obtenus pourront éventuellement être corrigés d'une décote tenant compte de la plus petite taille et de plus la grande illiquidité d'un grand cru bordelais par rapport aux géants du secteur des vins et spiritueux.

L'utilisation de la méthode de valorisation par les multiples de transaction requiert tout d'abord de définir quels sont les domaines comparables au grand cru viticole évalué. Au-delà des hiérarchies entre grands crus fixées par les classements bordelais, dont la relative ancienneté pourrait désormais être discutée, le niveau de prix

primeur constitue un élément de hiérarchie des grands crus en catégories comparables, dans la mesure où ce prix est le reflet, dans un modèle économique donné, de l'engouement du marché pour le vin produit par chaque grand cru.

En pratique, nos expériences professionnelles montrent toutefois que la recherche dans les bases de données traditionnelles de références de multiples implicites issus des transactions réalisées sur les grands crus bordelais est rendue difficile par la très grande confidentialité de ces opérations : le montant final du deal étant rarement communiqué officiellement fait souvent l'objet d'estimations par certains spécialistes du secteur. L'évaluateur peut dans un premier temps, à partir de ces transactions, estimer un prix de marché à l'hectare pour un cru donné à la date de la transaction, le seul paramètre certainement maîtrisé étant la surface de production du domaine objet de la transaction.

Il lui faut ensuite utiliser ces références pour évaluer le cru étudié à la date d'aujourd'hui ce qui implique une double extrapolation : dans le temps, pour passer d'une référence à une date à une estimation à une date différente et dans l'espace, pour passer d'un cru à un autre.

On peut alors estimer le prix à l'hectare d'un grand cru à partir de la connaissance de prix à l'hectare implicites issus de transactions plus ou moins anciennes sur des domaines comparables, ces prix à l'hectare étant ensuite corrigés d'un facteur temps pour tenir compte du décalage éventuel entre les dates de transaction et d'un facteur d'ajustement calculé à partir du ratio existant entre les prix primeurs desdits domaines.

Ces réflexions illustrent les écueils que doit surmonter l'évaluateur pour valoriser de façon objective un grand cru bordelais. Malgré le caractère confidentiel des transactions et l'insuffisance des références pertinentes dans les bases de données, une démarche d'évaluation financière rigoureuse permet de recouper les valeurs de marché connues et traditionnellement accordées à chaque grand cru par les professionnels du secteur et d'apporter des réponses spécifiques aux cas particuliers. ■

1 Cf. notamment : Mémoire de fin d'études sous la supervision de M. Maunce Nussenbaum intitulé *Évaluation des domaines viticoles bordelais de Paul Hérald & Aurélie Hockol*, Master 225, université Paris-Dauphine, octobre 2012.

DROIT BANCAIRE ET FINANCIER

Mélanges AEDBF-France

VI

Sous la direction de

Alain Gourio

et

Jean-Jacques Daigre

RB
ÉDITION

Valeur et prix

Maurice NUSSENBAUM

Professeur des universités à l'Université Paris IX Dauphine

Expert financier agréé par la Cour de cassation

Président de Sorgem Évaluation

La distinction entre valeur et prix est un sujet très ancien car déjà dans la Bible un écart de plus d'un sixième entre une valeur, exprimée par un prix de marché servant de repère, et le prix d'une transaction particulière, était considéré comme une tromperie pouvant donner lieu à l'annulation de la transaction¹.

Le droit reconnaît un caractère subjectif au prix parce qu'il résulte d'une négociation plus ou moins équilibrée entre des parties plus ou moins égales : le prix peut aussi bien être négocié qu'imposé.

Il est donc clairement influencé par les conditions de sa détermination : équilibre entre les parties, conditions de fonctionnement des marchés, plus ou moins grande liquidité sur le marché sur lequel l'actif est échangé.

Par contre la valeur aurait un caractère objectif, elle constitue certes une qualité essentielle de la chose mais qui vient après ses caractéristiques et sa substance, et en plus relève de l'appréciation économique. La juste mesure de la valeur correspondrait au juste prix de Saint Thomas d'Aquin (par opposition au prix tout court)². Elle peut être déterminée par des experts ayant recours à des méthodes objectives et transparentes faisant appel à des paramètres pouvant faire l'objet de discussions et de justifications.

Nous allons montrer que pour l'économiste le prix peut aussi être un révélateur de la valeur et que l'opposition entre prix et valeur est beaucoup moins fondamentale qu'une approche dogmatique pourrait le laisser penser.

En effet, le prix peut s'induire de la valeur. C'est le cas lorsqu'il est déterminé à dire d'expert et l'observation des prix sur un marché, notamment dans le cas des biens immobiliers, constitue une base importante pour déterminer la valeur.

Par ailleurs l'analyse des motifs de contestation des rapports d'expertise, portant la valeur, permet souvent de montrer que la détermination de la valeur repose sur des choix subjectifs.

¹ H. ATLAN, « *De la fraude : le monde de l'orna* », Seuil, Paris, 2010, chap. VI « Plus ou moins qu'un sixième ».
² Saint Thomas d'Aquin, après Aristote, va poser les bases de la différence entre valeur et prix puisque la première notion qui correspond au juste prix est fonction du coût du travail et d'un profit modéré alors que le prix effectif dépend des circonstances de la transaction et du pouvoir respectif des protagonistes.

I – Les fondements respectifs du prix et de la valeur

1. 1. Les différents concepts de la valeur

Par l'analyse économique, il n'existe pas de définition unique de la valeur mais des définitions différentes selon les courants de pensée : elle peut être soit objective et fondée sur des coûts, soit subjective et reposer sur l'utilité des biens.

Pour le droit des affaires, la détermination de la valeur a une portée essentiellement fonctionnelle :

En l'absence d'échange, notamment dans un contexte fiscal, le but est de déterminer une base taxable (ex. ISF) et l'on vérifie si la valeur indiquée correspond à une valeur vénale. Il s'agit d'une notion substantielle.

Il en est de même dans un contexte de liquidation de communauté ainsi que pour des opérations hors marché où là encore on recherche une notion substantielle de la valeur, en l'espèce la valeur vénale.

Cette approche fonctionnelle de la valeur conduit ainsi à différents concepts de valeur qui sont énoncés par les normes comptables internationales (IFRS) :

1. 1. 1. La juste valeur ou « fair value » et la « fair market value »

En parallèle avec la notion de juste prix évoquée plus haut, les normes comptables ont proposé celle de juste valeur qui a tout d'abord été définie dans l'IFRS 13 (juste valeur ou *fair value*) comme le montant pour lequel un actif pouvait être échangé ou un passif éteint entre parties bien informées, consentantes et agissant dans des conditions de concurrence normale.

En janvier 2013, cette définition est modifiée et devient : le prix qui serait reçu pour la vente d'un actif ou payé pour le transfert d'un passif lors d'une transaction normale entre les intervenants du marché à la date de la transaction.

La première définition restait critiquable pour les raisons suivantes :

- elle évoquait la notion d'échange et non de transaction, ce qui ne permettait pas de dire s'il s'agissait d'un prix d'achat ou de vente ;
- elle ne précisait pas le moment de la transaction comme référence du prix ;
- elle ne précisait pas que les parties bien informées et consentantes procédaient à l'échange lors d'une transaction normale de marché.

Par ailleurs, l'IFRS 13 a précisé en janvier 2013 que le marché de référence servant à l'évaluation de la juste valeur doit être le marché principal (ou le plus avantageux) dans le cadre d'une utilisation optimale du bien, c'est-à-dire celui qui va permettre de maximiser le prix à recevoir et non la juste valeur³. La notion d'utilisation optimale peut résulter d'une utilisation différente du bien évalué avec changement de destination, notamment pour des actifs immobiliers.

À côté de la *fair value*, la « fair market value », met l'accent sur les conditions d'un échange effectif sur un marché. Elle peut intégrer des décotes (dans un cadre fiscal)

3. C. Abbey et al. « Estimation de la juste valeur des actifs corporels selon IFRS 13 », *Option Finance*, n° 12⁴⁴ du 15 juill. 2013, pp 30-33.

pour passer de la valeur théorique à une valeur réalisable sur un marché.

La notion « d'investment value » contredit le caractère objectif de la valeur puisqu'elle correspond à la valeur pour un acquéreur particulier déterminé en fonction de ses perspectives et en y intégrant les synergies dont il compte bénéficier.

1. 1. 2. La valeur d'utilité

L'IAS 36, consacrée à la dépréciation des actifs, a défini les notions de valeur recouvrable et de valeur d'utilité : la valeur recouvrable apparaissant comme le montant le plus élevé entre la juste valeur nette des coûts de vente et la valeur d'utilité.

Si la juste valeur, comme il a été indiqué plus haut, correspond à un prix de marché, la valeur d'utilité correspond à la valeur actualisée des flux de trésorerie futurs susceptibles d'être générés par l'actif durant sa période d'utilisation.

Il existe tout un ensemble de règles définies par l'IAS 36 pour déterminer cette valeur d'utilité :

- établir tout d'abord des flux (*cash flow*) sur la base d'hypothèses raisonnables et documentées représentant la meilleure estimation du management sur une période maximale de 5 ans en excluant les flux résultant de restructurations futures et de l'impôt ;
- extrapoler ces flux sur la base d'un taux de croissance stable ou décroissant sans excéder le taux attendu à moyen terme dans le pays, le secteur ou sur les produits concernés ;
- estimer la valeur actualisée des flux en utilisant un taux reflétant la valeur temps de l'argent et les risques spécifiques non pris en compte dans les flux.

On considère également la valeur d'usage (notion comparable à la valeur d'utilité présentée plus haut) qui est calculée en fonction de l'utilité procurée par le bien et non de sa valeur marchande ou valeur vénale.

Il existe encore d'autres concepts de valeur plus contextuels dont on peut retenir les deux suivants : valeur d'assurance et valeur fiscale *Valeur d'assurance et valeur fiscale.*

a. Valeur d'assurance

C'est théoriquement celle pour laquelle un bien est assuré. Elle doit correspondre à la valeur « réelle ». Elle sert de base aux versements des primes annuelles d'assurance et de base de discussion pour le montant éventuel des indemnités en cas de sinistre. Elle recouvre deux notions :

- la valeur à neuf ;
- la valeur à neuf, vétusté déduite (il s'agit de la « valeur à neuf » sur laquelle est appliqué un coefficient de vétusté tenant compte de l'âge du bien et de son état d'entretien).

Le droit des assurances reconnaît qu'il puisse y avoir un décalage entre la valeur d'usage et la valeur vénale.

b. Valeur fiscale

En théorie, il s'agit de la valorisation d'un actif par l'application d'une ou plusieurs règles ou principes fiscaux. Elle peut donc être différente des concepts définis

précédemment et sert à déterminer une assiette d'imposition.

Il existe cependant des limites à l'écart entre valeur fiscale et économique puisqu'en matière d'ISF, l'administration recommande de rechercher la valeur vénale du bien à travers différentes méthodes dont l'approche comparative, notamment en matière d'immeuble.

Celle-ci consiste à déterminer la valeur d'un immeuble par référence aux prix de vente d'immeubles comparables.

Selon la jurisprudence de la Cour de cassation, l'estimation de la valeur d'un bien doit s'appuyer sur des comparaisons avec des biens similaires en droit et en fait.

Les autres méthodes sont l'approche par le revenu, méthode acceptée pour les biens loués et par les surfaces.

En conclusion sur cette analyse de la valeur, on peut noter qu'il existe deux tendances complémentaires :

- la première détermine la juste valeur en référence à des transactions comparables sur un marché fonctionnant de manière normale et entre acteurs non obligés de vendre ou d'acheter ;
- la seconde (valeur d'usage ou d'utilité) se fonde sur les revenus que l'actif sera susceptible de générer dans l'avenir.

1. 2 Les écarts entre juste valeur et valeur d'utilité

Peut-il y avoir dissociation entre juste valeur et valeur d'utilité ? La réponse de la théorie serait plutôt négative : dans un marché concurrentiel fonctionnant normalement, la valeur d'utilité devrait se rapprocher de la valeur de marché ou juste valeur et l'on utiliserait la valeur d'utilité en l'absence de référence fiable à des valeurs de marché.

En fait, la réalité est plus complexe, puisque, comme le montre l'IAS 36, les deux concepts peuvent conduire à des résultats différents, et on a recours à la valeur recouvrable, définie comme le montant le plus élevé entre la juste valeur nette des coûts de vente et la valeur d'utilité.

II – De la valeur au prix

Le droit considère le prix comme une notion subjective car fixé par des parties contractantes. Il faut prendre en compte les différents contextes de sa détermination du prix pour analyser ses relations avec la valeur. Le cadre de référence est celui des marchés organisés fonctionnant de manière satisfaisante et permettant une libre confrontation de l'offre et de la demande. Par rapport à cette situation, les situations d'illiquidité vont venir creuser l'écart entre valeur et prix (§2.1). D'autres situations vont entraîner l'apparition de décotes par rapport à la valeur (§2.2). Il faut également analyser les contextes hors marché : il s'agit de la fixation de gré à gré (§2.3) et de la fixation par un tiers (§2.4).

1. 3. Les anomalies de marché (illiquidité, bulle spéculative...) comme cause d'écart entre valeur et prix

Comme l'a montré la crise financière récente, la notion de marché fonctionnant normalement peut être discutée et les phénomènes d'illiquidité peuvent conduire à des prix de marché très inférieurs à ce qu'ils pourraient être dans des conditions optimales. De ce fait, la valeur d'utilité peut s'avérer supérieure aux prix de marché dès lors que la prime d'illiquidité n'est pas prise en compte pour actualiser les revenus futurs.

Des analyses récentes ont, en effet, montré⁴ que la différence de rendement, toutes choses égales par ailleurs, entre le quintile des actions cotées les plus liquides et les moins liquides était d'environ 1 %, ce qui entraîne un impact sur la valeur d'au moins 10 %, et cela en dehors de toute circonstance anormale en termes de fonctionnement des marchés.

Dès lors que l'on introduit des contraintes sur la commercialisation des titres considérés, les décotes peuvent atteindre 30 à 40 % (Études de Moroney et Maher citées par Damodaran⁵).

En période de crise, comme l'a montré la crise des *subprimes*, l'illiquidité peut entraîner des dépréciations bien plus considérables (les *spreads* sur les CMBS par rapport aux bons du Trésor se sont accrus de 3 100 bps entre le 14 septembre 2007 et le 20 mars 2009)⁶.

Par ailleurs, les phénomènes de bulles spéculatives conduisent à des déséquilibres de fonctionnement des marchés et par là même à des prix très différents de la valeur d'utilité. On parle en effet de bulle lorsque la logique de détermination des prix devient essentiellement « auto-référentielle »⁷.

Ainsi, si en théorie le prix peut coïncider avec la valeur, il est fortement conditionné par les conditions effectives de fonctionnement des marchés et affecté à la fois par les problèmes d'illiquidité et de bulles spéculatives.

1. 4. La question des primes et décotes⁸

Entre la valeur de référence que constitue la juste valeur, qui correspond à la valeur actuelle des flux correspondant à toutes les anticipations possibles pondérées par leur probabilité d'occurrence et le prix d'une transaction, peuvent intervenir, à

4. Yakov AMIHU, Allandeen HAMEED, WENJINKANG et Huiping ZHANG "The illiquidity premium : international evidence" - SSRN, déc. 2012.

5. DAMODARAN A., « The value of liquidity » Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance, John Wiley & Sons, August 4, 2006, pp. 497-539; Maher J., "Discounts for Lack of Marketability for Closely Held Business Interests" Taxes, pp. 562-571- September 1976; MORONEY R., "Most Courts Overvalue Closely-Held Stocks" Taxes, pp. 144-156, March 1973.

6. Cindy W. MA & Andrew MAC NAMARA HOULIHAN LOKEY, "The Price of illiquidity : valuation approaches across asset classes", Dec. 1, 2009.

7. Cf. Wikipédia : Bulle (économie).

8. Cf. SFEV (Société française des évaluateurs), Groupe de travail, Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières, 2008. M. NUSSENBAUM, « La prime de contrôle d'une société », *Revue de jurisprudence commerciale*, 42^e année, n° 11.

M. NUSSENBAUM, « Prime de contrôle décote, de minorité et d'illiquidité », *Revue jurisprudence commerciale*, nov. 1998.

M. NUSSENBAUM et C. KARSENTI, « Évaluation d'entreprise : comment calculer les primes ou les décotes », *Option Finance*, n° 709, p. 27-33.

côté des situations d'illiquidité, d'autres cas justifiant de primes ou décotes :

- la valeur pour un investisseur donné peut être supérieure à la valeur d'utilité (de référence) qui constitue une moyenne du fait des synergies qu'il compte obtenir du contrôle : on parlera de prime de contrôle ;
- elle peut aussi être inférieure dans le cas de minorités ne bénéficiant pas de protections spécifiques (droit de sortie conjoint notamment ou bien sociétés cotées). Cette notion fait l'objet de controverse et est souvent associée à la décote d'illiquidité ;
- la décote de taille : elle est observée pour les sociétés non cotées par rapport aux sociétés cotées ou encore, à l'intérieur des sociétés cotées, entre les plus grosses et les plus petites capitalisations ;
- les décotes de *holding* et de conglomérat par rapport à la juste valeur des actifs qui les composent.

1. 5. La fixation du prix de gré à gré par les parties contractantes

Le cas le plus général de la détermination du prix est celle d'une transaction effectuée entre des parties contractantes.

Si la question du prix est posée en droit, on pense immédiatement à « la somme d'argent qu'il faut donner pour obtenir un bien ou un service matériel ou immatériel »⁹.

C'est ainsi que G. Cornu¹⁰ définit le prix comme ce que vaut en argent une chose ; le montant de la somme d'argent qu'elle représente, sa valeur pécuniaire, en général calculée d'après sa valeur vénale.

Le prix est un des éléments du contrat et les parties sont libres de ne pas contracter.

Dans l'absolu, le prix sera déterminé librement entre les parties, le juge n'intervenant qu'en cas d'abus et notamment en cas de vice du consentement et de déloyauté dans les discussions. À cet égard, les obligations d'informer sont assez précises pour définir le cadre des transactions loyalement formées.

En effet, les parties vont contracter librement et fixer un prix. Elles vont théoriquement le faire rationnellement, le vendeur proposant le prix qui correspond au sacrifice de se séparer de la chose et l'acheteur en fonction de l'avantage qu'il en tire.

Le prix va ainsi être déterminé par les parties, qu'il soit juste ou non, et la partie qui s'estimera lésée ne pourra saisir le juge qu'en cas d'abus patent (on peut citer dans le domaine particulier de l'immobilier la rescision des 7/12^e dans le prix de vente d'un immeuble) ou bien le cas du prix « abusif » en matière de droit de la concurrence lorsqu'il « présente un écart injustifié à la hausse ou à la baisse (à l'extrême prix prédateur) par rapport à celui que l'ajustement de l'offre et de la demande aurait dû produire »¹¹ ; cependant, en l'espèce, ce qui est en cause n'est pas le prix mais les pratiques anticoncurrentielles prohibées qui conduisent au prix abusif.

Le prix peut également naturellement échapper au jeu du marché dès lors qu'il est régulé par l'État.

9. M.-A. FRISON-ROCHE, « Qu'est-ce qu'un prix en droit ? Du droit des contrats au droit de la régulation », *Études à la mémoire de Fernand-Charles JENNET*, Lexis Nexis, 2010, p. 177.

10. G. CORNU, *Vocabulaire juridique*, 9^e éd., chap. v. *Valeur*.

11. M.-A. FRISON-ROCHE, *op.cit.*, p. 181.

1. 6. La fixation du prix par un tiers

1.6.1 Le tiers mandataire commun des parties : l'article 1592 du Code civil

Dans tous les cas où les parties sont d'accord pour vendre mais ne s'accordent pas sur le prix, elles peuvent s'en remettre à un mandataire commun désigné par elle ou par le juge. Il en est de même lorsque les statuts prévoient qu'en cas de retrait d'un associé, ses parts doivent lui être rachetées. Là encore un tiers peut intervenir. S'agissant de statuts, par nature d'ordre public, le mandataire sera chargé de déterminer la valeur et sera un mandataire du juge et non des parties.

Deux articles du Code civil encadrent les procédures prévues pour confier à un tiers, mandataire, le soin de fixer le prix.

En cas de désaccord entre les parties par la fixation du prix, celui-ci « peut être laissé à l'arbitrage d'un tiers, si le tiers ne veut pas, ou ne peut faire l'estimation, il n'y a point de vente » (art. 1592, C. civ.). Dans ce cas, le tiers est le mandataire commun des parties.

De même, l'article 1843-4 précise que, dans tous les cas où sont prévus la cession des droits sociaux d'un associé, ou le rachat de ceux-ci par la société, la valeur des droits est déterminée, en cas de contestation, par un expert désigné soit par les parties, soit, à défaut d'accord entre elles, par ordonnance du président du tribunal statuant en la forme de référé et sans recours possible. Dans ce cas, le mandataire est celui du juge et non des parties.

Dans le premier cas (art. 1592), le tiers « estime » le prix ; dans le second, il détermine « la valeur ». Donc en fait, seul l'article 1592 propose un mécanisme pour déterminer le prix alors que l'article 1843-4 détermine une procédure pour déterminer la valeur.

En dépit de ces différences de rédaction, on considère généralement que le résultat est le même : il s'agit de déterminer « la valeur la plus objective possible »¹².

Dans certains cas cependant, les parties ont pu prévoir que le prix sera encadré dans des fourchettes ou encore elles ont pu préciser les méthodes à mettre en œuvre pour y parvenir. Il y a alors dissociation entre détermination du prix et la valeur. Cependant, on observe que de telles dispositions préalables à l'évaluation ont pu être annulées par la jurisprudence lorsqu'elles relevaient de l'article 1843-4.

On constate donc que lorsque la détermination du prix est soumise à un tiers, celui-ci devra le fixer à partir d'une méthode retenue par les parties dans le cadre de l'article 1592, bien que cette faculté soit aujourd'hui discutée en cas de contestation par une partie s'estimant lésée ou bien à partir de la valeur objective du bien considéré.

1. 6. 2 La fixation du prix par référence à la valeur : quelle est l'étendue de la liberté de l'expert ?

Comme on l'a noté, dans de nombreux cas, le tiers chargé de déterminer un prix se réfère à la valeur s'il n'est pas tenu par une formule préétablie.

12

COZIAN, VIANDIER et DEBOISSY, *Droit des sociétés*, 26^e éd., Lexis Nexis, n° 08/2013.

La question se pose alors de savoir de quelle valeur il s'agit.

Il paraît clair, dès lors que l'on se situe dans le contexte soit d'une vente, soit d'une cession de droits sociaux (art. 1843-4) que le concept de valeur qui doit être mis en œuvre est celui de valeur vénale et non de valeur d'utilité ou d'usage, qui supposerait la seule évaluation dans le cadre de la poursuite de l'exploitation par le propriétaire actuel.

Au-delà de la liberté apparente laissée à l'expert pour déterminer la valeur, quel est le standard applicable à l'évaluation de la valeur selon l'article 1843-4 ? Celui-ci n'étant pas explicitement précisé, il s'agit tout d'abord d'une application des règles de l'art dont le défaut peut conduire la victime à invoquer une faute, même ordinaire dès lors qu'il est démontré que cela n'a pas été le cas. Une telle faute engage la responsabilité civile de l'expert. Cela ne suffit cependant pas à entraîner la nullité du rapport puisqu'une erreur grossière est nécessaire pour entraîner la désignation d'un nouvel expert¹³.

Une telle erreur peut porter aussi bien sur la nature de la valeur à rechercher (valeur liquidative au lieu de valeur vénale) ou bien sur une modification du « sens de la mission confiée »¹⁴ ou bien sur une erreur concernant la date de l'évaluation¹⁵ : la valeur des droits sociaux doit être appréciée à la date la plus proche de celle du remboursement de la valeur de ces droits (et non à la date de l'arrêt ayant autorisé le retrait).

À l'inverse la non-application par l'expert de la méthode prévue dans les statuts pour la remplacer par la propre méthodologie de l'expert ne constitue pas une erreur grossière¹⁶.

En effet, la Cour relève « que l'expert n'est pas tenu par les clauses statutaires et qu'il a toute latitude pour déterminer la valeur des titres selon les critères qu'il jugerait opportuns » à condition qu'il ait pris soin d'examiner la méthode de valorisation retenue par les statuts et qu'il ait justifié sa méthodologie.

La liberté de l'expert quant au choix de la méthode est donc réaffirmée par la jurisprudence et sa seule limite, outre la mise en cause de la responsabilité civile de l'expert qui n'a pas utilisé sa liberté en observant les règles de l'art, est l'erreur grossière.

Il n'existe pas de définition satisfaisante de l'erreur grossière si ce n'est un catalogue de situations où elle a été retenue et qui ont principalement en commun des éléments juridiques (tels que la date de l'évaluation). Lorsqu'il s'agit d'application de la méthode, les erreurs relèveront plutôt de la faute ordinaire.

Si la jurisprudence consacre la totale liberté de l'expert, dans le cadre de l'article 1843-4, pour déterminer la valeur, la question est aujourd'hui hautement controversée dans le contexte de l'article 1592 dont l'objet est de fixer un prix.

Dans une décision récente¹⁷, la Cour de cassation a censuré un arrêt du 1^{er} avril 2010 de la Cour d'appel de Paris qui avait retenu l'application de la « charte des associés au groupe Compta France » pour déterminer le prix applicable à la promesse de vente irrévocable signée par un dirigeant, au motif que le salarié invoquait l'article 1843-4 alors qu'il avait approuvé la charte des associés ; la Cour a considéré, qu'en

13. Cass. com., 4 nov. 1987, *Bull. civ.* IV, n° 226.

14. Cass. com., 25 nov. 2003, *Bull. civ.* IV, n° 242.

15. Cass. com., 4 mai 2010, n° 08-20.693 et Cass. com., 15 janv. 2013, n° 12-11666.

16. Cass. com., 4 déc. 2012, n° 11-26-520, FS-D, *Société civile des Mouquetans d'Contellier*, *JurisData*, n° 2012-028369.

17. Cass. com., 4 déc. 2012, n° 10-16280, *F-P+B*, *C dSA Compta France*, *JurisData*, n° 2012-028238.

cas de contestation, c'est un expert, désigné en vertu de l'article 1843-4 qui définit la valeur des droits.

On était donc plutôt dans le cadre de l'application des volontés des parties exprimées dans un cadre contractuel et non dans un cadre statutaire.

Les commentateurs y voient soit la fin des dispositions contractuelles pour fixer un prix¹⁸, soit l'extension de l'application de l'article 1843-4 à toutes les situations où la cession n'est pas spontanément voulue par les parties mais se trouve imposée par des règles législatives, statutaires ou extrastatutaires ; il n'est pas applicable en cas de promesse de vente librement consentie selon un prix déterminable sur des éléments objectifs¹⁹.

Ce serait donc plus une extension de l'application de l'article 1843-4 à des dispositions extrastatutaires, pouvant être imposées par le comité de direction, que la fin de la liberté de procéder à une évaluation selon des règles contractuelles consenties par les parties²⁰.

Il y a cependant des incertitudes concernant les cessions prévues dans les pactes en cas de départ d'un dirigeant, notamment lors d'une révocation ou d'un licenciement.

On a donc compris que le principe du caractère objectif de la valeur peut-être discuté à travers sa mise en œuvre concrète ce qui peut permettre (en dehors des erreurs grossières examinées plus haut) de mettre en cause la responsabilité de l'expert.

Mais il faudra que les erreurs invoquées aient un impact significatif sur la valeur ou le prix et que l'on puisse démontrer leur existence dans un contexte technique difficilement appréhendable par le juge.

1.7. L'appréciation du caractère équitable du prix dans le cadre des expertises indépendantes

Dans différentes situations soulevant des difficultés qui ne pouvaient être réglées par le seul fonctionnement du marché, le législateur a prévu l'intervention d'un expert indépendant pour déterminer le caractère équitable du prix proposé pour l'introduction d'une opération sur le capital.

Afin de se prononcer sur le caractère équitable du prix, l'expert met en œuvre une approche multicritère reposant sur plusieurs méthodes d'évaluation qui ont été rappelées par l'AMF (Règlement général relatif aux expertises indépendantes 28/9/2006). Elles comprennent essentiellement une approche intrinsèque du type DCF (ou *Discounted Cash Flows*), une approche analogique en recherchant des sociétés cotées comparables ou des transactions comparables de manière à dégager des multiples de référence (de bénéfice, d'EBIT ou d'EBITDA), et l'actif net réévalué (ANR) dans le cas des holdings. Il s'agit donc, autant que cela soit possible, de reconstituer ce que donnerait un marché fonctionnant de manière concurrentielle pour aboutir au prix le plus élevé que le vendeur aurait pu en obtenir²¹.

L'AMF a rappelé et précisé, dans sa recommandation du 27 juillet 2010 sur les

18. B. DONDERO, *Semaine Juridique – Entreprise et Affaires*, n° 1, 3 janv. 2013, 1000.

19. CA Versailles, 10 sept. 2009, n° 05/01862 et 08/06170 joints, D. 2009, obs. K. A. LIENHARD et 2010, 2797 obs. J.-C. HALLOUIN, Z. LAMAZEROLLES et A. RABREAU.

20. A. COURET, *Recueil Dalloz* 2013, p. 147.

21. Cass. civ. 3^e, 21 juill. 1999, pourvoi n° 96-22185, *Bull. civ.* 1999, III, n° 187, p. 128.

expertises indépendantes, ce qu'elle avait déjà prévu dans son règlement général du 28 septembre 2006, en ajoutant des nouvelles dispositions relatives à l'expertise indépendante²², consistant notamment à indiquer qu'il revenait au conseil d'administration de valider le plan d'affaires de l'entreprise et le remettre à l'expert indépendant qui met en œuvre une méthodologie multicritère en s'appuyant sur les deux familles de méthodes d'évaluation évoquées ci-dessus, que sont :

- les approches analogiques qui « consistent à évaluer une entreprise par référence à des entreprises comparables dont on connaît la valeur, soit parce qu'elles sont cotées, soit parce qu'elles ont fait l'objet de transactions récentes dont les caractéristiques ont été rendues publiques ;
- les approches intrinsèques consistent à déterminer la valeur de l'entreprise à partir des éléments de rentabilité et de risque propres à celle-ci (méthodes des flux de trésorerie, des flux de dividendes et, dans certains cas, l'actif net réévalué).

L'objet de l'expertise indépendante n'est pas de déterminer un prix mais de dire s'il est équitable pour les actionnaires minoritaires ou si l'opération proposée ne leur est pas défavorable.

Elle avait dans un premier temps été consacrée avec l'introduction, fin 1993, du retrait obligatoire afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé par l'initiateur du retrait.

Elle s'est ensuite développée dans le cadre des offres publiques à la suite des recommandations de la Commission Naulot de 2005²³.

Le Titre VI du Livre II du Règlement général de l'AMF l'a étendue à tous les cas où l'offre considérée est susceptible de générer un conflit d'intérêts ou de porter atteinte à l'égalité des actionnaires. Elle est également applicable aux augmentations de capital réservées avec une forte décote.

La mission de l'expert est de déterminer le caractère équitable du prix proposé à l'aide d'une évaluation de la société visée par l'offre ou par l'augmentation de capital.

La question est donc de savoir quelle est la nature du résultat de l'expertise : elle se conclut en constatant le caractère équitable ou non pour les actionnaires du prix proposé. Il ne s'agit donc pas de le modifier, ce qui ne relève pas du pouvoir de l'expert.

Sa mission consiste à réaliser un travail complet d'évaluation de la société et en s'appuyant sur les méthodes analogiques et intrinsèques décrites plus haut²⁴, sans se limiter à la seule revue des travaux effectués, notamment par les banques présentatrices dans le cadre d'une offre publique.

Il établit son rapport avec transparence, en remettant un rapport détaillé permettant de connaître ses hypothèses et son raisonnement, et met en œuvre pour le réaliser un esprit critique en appréciant le caractère raisonnable des hypothèses et du plan d'affaires qui lui sont communiqués.

Sa conclusion le conduit à positionner le prix d'offre par rapport aux valeurs obtenues par les différentes méthodes d'évaluation tout en observant que l'Autorité des marchés

22. Cf. *Les attestations d'équité et l'expertise indépendante* par M. Nussenbaum et Th. VASSOGNE, Ouvrage collectif sur les offres publiques, éditions Litec-LexisNexis-Dalloz, 2009, p. 437-450 ; cf. « L'expertise indépendante » par M. NUSSENBAUM, *Actes Pratiques & Ingénierie Sociétaire* – Lexis Nexis – *Revue Jurisclasseur dossier « Le Retrait de la cote »*, n° 130, juill.-août 2013.

23. Rapp. du groupe de travail de M. NAULOT, *Revue mensuelle de l'Autorité des marchés financiers* n° 13, avr. 2005.

24. Cf. note 22.

financiers considère en pratique que le prix le plus élevé payé par l'initiateur au cours des douze derniers mois précédant le dépôt d'une offre constitue un prix minimum.

À l'inverse, les références comptables à l'ANR (actif net réévalué ou ANC, actif net corrigé) ne constituent pas un prix minimum.

C'est ainsi que l'attestation d'équité comprend deux acceptions :

- le caractère équitable du prix dans le cadre d'un retrait obligatoire où l'expert s'exprime sur le caractère « suffisant » du prix en vue d'informer les actionnaires minoritaires ;
- dans les autres cas, elle porte un « jugement global » sur une opération afin d'éclairer le jugement du conseil et des actionnaires et atteste de l'équité de sa conception si ce n'est pas son résultat²⁵.

III – La relativité du caractère objectif de l'évaluation du fait de la pluralité des valeurs

Non seulement la recherche de la valeur implique de la part de l'expert des jugements subjectifs mais, en plus, la valeur peut différer selon les parties en présence.

3.1. Le caractère subjectif de la valeur illustré par la théorie des enchères

Si la valeur constitue en théorie un caractère objectif de la chose, elle est en fait, elle aussi, dépendante de la partie concernée : il existe une valeur pour le vendeur (valeur intrinsèque ou valeur vénale) et une valeur pour l'acquéreur (ou valeur d'investissement qui prend en compte ses intentions et la synergie dont il escompte bénéficier).

Cette dualité de valeur ne fait-elle pas perdre au concept de valeur son caractère objectif ? Et pour déterminer la valeur faut-il effectivement prendre en compte les avantages que va en tirer l'acheteur ? Aller jusque-là conduit à assimiler la juste valeur à la valeur d'investissement qui est par nature subjective (c'est-à-dire liée au sujet qui investit).

Cette valeur d'investissement rejoint-elle la notion de valeur vénale ?

En fait, la valeur vénale correspond elle-même au prix que l'utilisateur ayant la plus grande utilité du bien pourra offrir, et ce prix tiendra compte d'une partie des avantages qu'il retire de l'utilisation du bien, mais devrait se limiter au niveau maximum (plus 1 €) des avantages que procure le bien aux autres utilisateurs qui en ont une moins grande utilité au risque de lui faire perdre son intérêt pour l'acquisition. De ce fait, la valeur ne devrait pas intégrer les synergies dont l'acheteur ayant les plus grands avantages pour l'acquisition pourrait bénéficier.

Le raisonnement se fait donc par référence à la transaction et la valeur coïncide ici avec le prix. Celui-ci se fixe sur un marché par un processus d'enchères et le prix qui s'établit est le plus élevé parmi les prix possibles. On peut également démontrer que, comme pour la valeur, il n'intègre pas l'ensemble des synergies.

²⁵. J.-F. REROLLE et D. SCHMIDT, « L'An I de la nouvelle expertise indépendante : réflexion critique », *Revue de Droit bancaire et financier*, sept.-oct. 2007, p. 5-16.

Au plan théorique, cette analyse a été développée dans la théorie des enchères par W. Vickrey. Celui-ci énonce qu'en adoptant le système de l'enchère au second prix dite enchère de Vickrey²⁶, l'enchérisseur a toujours intérêt à émettre une offre d'un montant égal à son évaluation réelle de l'objet (c'est-à-dire synergies incluses) à condition de ne payer que le second prix.

En effet, offrir un prix inférieur à ce qu'il serait prêt à payer au maximum diminue les chances qu'à l'enchérisseur de remporter les enchères sans accroître le gain qu'il réaliserait en cas de victoire (puisque le prix payé est indépendant du prix annoncé).

Cette analyse permet de conclure que le prix effectif ne comprend qu'une partie des synergies potentielles que l'acquéreur escompte obtenir de l'acquisition : d'après le mécanisme de Vickrey, celle prise en compte dans le second prix. De ce fait, en s'assurant que l'acquéreur ne payera que le second prix qui deviendra le prix de marché, l'enchérisseur sera incité à proposer le prix le plus haut (synergies incluses).

Dans la réalité du marché des fusions-acquisitions, il arrive cependant que le prix effectif incorpore la totalité des synergies anticipées et même au-delà²⁷.

Il s'agit de situations où l'acquéreur, par une offre publique d'achat hostile, veut être certain d'obtenir la cible.

Si on en revient aux attestations d'experts indépendants supposées dire si le prix proposé correspond bien à la valeur et est de ce fait équitable, la question est donc de savoir si elles doivent prendre en compte les bénéfices attendus par l'initiateur ? On peut rappeler que la « fair value » s'entend de la valeur en « stand alone » pour un acteur du marché quelconque sans synergie particulière, et l'expert indépendant se limite à identifier une prime incluse dans le prix offert par rapport à la valeur intrinsèque, sans prendre en compte les conséquences d'un changement de contrôle et en s'appuyant sur le plan d'affaires du *management* en place.

Le partage des synergies attendues ne constitue donc pas un critère pour apprécier le caractère équitable du prix même si l'expert peut être amené à en examiner le contenu de manière à les rapprocher du montant de la prime offerte par l'initiateur.

3.2. Conclusion

Opposer le caractère objectif de la valeur à la subjectivité du prix, comme le fait l'approche juridique, connaît des limites même si la subjectivité résulte de la situation d'échange dans laquelle le prix est déterminé. En effet, son encadrement actuel, pour protéger les actionnaires minoritaires, tend à lui conférer un caractère objectif et le rapprocher de la valeur. Quant à la valeur, elle est déterminée par un évaluateur dont la situation théorique revêt bien tous les atouts de l'objectivité, mais dont les hypothèses comportent le plus souvent, et notamment dans l'appréciation des projections futures, une dose de subjectivité qui peut remettre en cause en pratique le caractère objectif de la valeur.

De plus, la diversité des situations conduit à définir une grande variété de notions de valeurs qui tendent également à lui donner un caractère relatif.

26 Cf. Wikipédia : Théorie des enchères.

27 R. ROLL, « The hubris hypothesis of Corporate Takeovers », *The Journal of Business*, 1986, Vol. 59, n° 2.

FINANCE

RÉFORME BANCAIRE FRANÇAISE

« L'ESSENTIEL DE L'ACTIVITÉ DES BANQUES EST UTILE À L'ÉCONOMIE »



Michel Fleuriet

Professeur affilié,
fondateur et
codirecteur du
Master BIM 268

Paris Dauphine

À l'occasion de la sortie de son dernier ouvrage*, Michel Fleuriet commente le projet de loi sur la séparation et la régulation des activités bancaires. Il combat les idées reçues, mais donne également ses préconisations, notamment sur le volet de la résolution bancaire ou des commissions d'intervention.

INTERVIEW

■ Selon vous, faut-il séparer plus définitivement les activités bancaires, comme le souhaitent les détracteurs du texte de projet de loi ? D'un point de vue absolu et abstrait, la séparation entre activités de banque-établissement de crédit et celles de la banque-entreprise d'investissement peut se justifier par deux raisons : la nécessité d'avoir pour les établissements de crédit un prêteur en dernier ressort et un régime spécifique de faillite. Ce n'est pas indispensable pour les entreprises d'investissement. En effet, les établissements

de crédit portent la création de monnaie : structurellement, les banques sont débitrices de la masse considérable de monnaie bancaire qu'elles créent, dont les particuliers sont les créanciers. Ce système ne peut fonctionner que s'il existe un prêteur en dernier ressort, qui garantit in fine la valeur des dépôts laissés en banque et des crédits bancaires. Car depuis que nous avons renoncé aux monnaies métalliques, à l'or et à l'argent, la création monétaire s'appuie sur des écritures comptables qui n'ont de valeur que par la garantie que l'État, via son bras armé, la banque centrale, prêteur en dernier ressort, donne à ces symboles. Or le prêteur en dernier ressort dans la zone euro est la Banque Centrale Européenne. Vous voyez la difficulté pour le législateur national, qu'il soit français, grec ou chypriote... Il faut prévoir aussi dans cette activité un régime particulier des faillites, car la procédure de droit commun est trop lente pour des banques dont dépend la confiance dans la monnaie. D'ailleurs si le Code de commerce précise que les sociétés font faillite lorsqu'elles sont en état de cessation de paiement, il donne une définition spécifique de cette notion pour les banques : alors que les sociétés sont en cessation de

paiement lorsque le passif exigible dépasse le disponible, les banques commerciales le sont quand elles ne peuvent pas faire face à leurs paiements immédiatement, ou dans un terme rapproché. Mais il faut aller au-delà de cette seule définition pour éviter des procédures comme celle de la banque BPGF, traitée par le tribunal de commerce et qui a duré plus de 10 ans. Il est évident qu'il faut agir beaucoup plus rapidement.

■ Quelle procédure de faillite devrait s'appliquer aux établissements de crédit ?

L'État doit prendre immédiatement le contrôle de la banque et régler les dettes, non pas conformément au Code de commerce – avec les créances super-privilegiées, etc. –, mais avec un régime propre au système bancaire qui distingue les dettes qui sont essentielles à la crédibilité de la monnaie, qu'il faut payer en totalité, et celles que l'on peut rembourser partiellement, voire pas du tout.

■ N'est-ce pas ce que doivent organiser les living wills dans la partie résolution de la loi ?

Ce dispositif va certes dans le bon sens, mais il se fonde sur une forme de volontariat, alors que la faillite est quand même une atteinte au

* Un banquier se rebelle : réponse à 25 idées reçues, Nuvis, février 2013.

TARIFICATION BANCAIRE

Le problème des commissions d'intervention

■ Le plafonnement des commissions d'intervention est l'un des points prévus par le projet de loi bancaire actuellement en discussion. Les banques doivent être conscientes qu'en prélevant des commissions d'intervention sur les petits découverts ou les incidents de paiement de faible montant, elles risquent d'atteindre assez vite le plafond de l'usure. Comme je l'explique dans mon ouvrage, elles se placent ainsi en situation de commettre un délit. Alors même qu'il ne serait pas compliqué de mettre en œuvre un progiciel de calcul automatisé pour évaluer le montant atteint et vérifier qu'il ne dépasse pas le plafond de l'usure : les paramètres nécessaires pour ce calcul sont fournis par la banque au travers des diverses informations données aux clients.

droit de la propriété. En principe, cela demande une sorte de concordat, qui est très laborieux à établir, comme on l'a vu dans le cas grec. Il faut donc que la loi prévoie cette situation, sous peine de voir ce système être taxé d'inconstitutionnalité. Peut-on, par exemple, modifier la situation de créanciers seniors, dont le remboursement est prévu dans le cadre d'un contrat dans notre droit positif, sans que la loi le prévoie ? Il faut se donner les moyens d'agir plus rapidement en mettant en place un droit *ad hoc* des faillites des établissements bancaires, dans toute l'Europe.

■ Ce droit des faillites bancaires spécifiques existe-t-il dans certains pays ?

En effet, il existe dans certains pays d'Europe, mais il diffère d'un pays à l'autre, voire même, être différent au sein d'un même pays, en fonction du type d'établissement bancaire... L'objectif serait d'avoir au moins les principes d'un régime de faillite bancaire spécifique aux établissements de crédit et qui soit le même pour les pays qui ont l'euro comme monnaie, puisque l'idée est bien d'avoir un prêteur en dernier ressort pour l'euro.

■ Quelle est pour vous la portée du projet de réforme tel que récemment présenté ?

Il faut ramener la finalité de cette loi à son origine, qui lui a été donnée par le candidat Hollande lors du discours du Bourget en janvier 2012 : « je séparerai les activités des banques qui sont utiles à l'investissement et à l'emploi, de leurs opérations spéculatives ». Cela répond à l'engagement n° 7 du programme de François Hollande et cette loi satisfait pleinement cet objectif : séparer les activités utiles à l'économie des activités purement spéculatives. Les contestataires oublient que plus de 90 % de l'activité des entreprises d'investissement sont utiles à l'investissement et à l'emploi : le financement haut de bilan des entreprises est indispensable pour la croissance, les activités de marché leur permettent de se « couvrir » de certains risques, c'est-à-dire de se protéger des variations de cours, de

66 Peut-on par exemple modifier la situation de créanciers seniors, dont le remboursement est prévu dans le cadre d'un contrat dans notre droit positif, sans que la loi le prévoie ? »

taux d'intérêt, de taux de change... Plus les entreprises françaises se développent à l'étranger, plus elles ont besoin de ces activités de marché pour sécuriser leurs achats et leurs ventes de produits dans le monde. Le projet de loi constate donc que la seule activité inutile à l'investissement et à l'emploi est la spéculation pour compte propre. Or, celle-ci ne représente qu'une part marginale des revenus des banques françaises. Les détracteurs des banques, ou plutôt ceux qui en connaissent mal les activités, voudraient croire qu'en régime de croisière, ces opérations pour compte propre représentent une part beaucoup plus significative des transactions des banques. C'est faux !

Ce projet est donc tout à fait cohérent par rapport aux engagements du

président de la République. Celui-ci fait preuve de pragmatisme et s'est aperçu que l'essentiel de l'activité des banques, établissements de crédit ou entreprises d'investissement, est utile à l'économie, puisque cela consiste à mettre en relation l'investissement et l'épargne.

■ Que vous inspire le *bank bashing* auquel on assiste ces derniers mois ?

C'est ahurissant ! Quand le futur président de la République avait vilipendé la « finance sans visage » dans ce même discours du Bourget, il désignait à la vindicte populaire 1 million de personnes environ travaillant dans la finance et dont beaucoup votent à gauche ! Je cite dans mon livre 24 autres idées reçues du même acabit. En me référant à des sources sûres, j'ai essayé de donner à ces personnes les moyens d'y répondre. Au fond, la haine des banques et des banquiers trouve sa source dans les trois religions du Livre qui interdisent le prêt à intérêt. Au V^e siècle déjà, Saint Augustin qualifiait de crime le prêt à intérêt. La législation française ne cessa de l'interdire officiellement comme un délit que le 12 octobre 1789. Aujourd'hui, de nombreux arguments avancés pour couper les banques en deux sont au fond issus de cette interdiction : pensez à l'aléa moral ou au rôle de la spéculation et des marchés financiers. En fait, le malaise des Français avec leur banque et l'argent vient de loin. Ainsi, comme je l'explique dans mon ouvrage, il faut remonter au Grand Parti d'Henri II, premier emprunt public lancé en 1554, qui a aussi été la première faillite d'une émission de titres d'État, événement suivi par plusieurs crises quasiment mortelles pour la finance française : le système de Law en 1720, et les assignats en 1789, les emprunts russes en 1917, la crise de 1929... Ce sont ces crises qui ont tué la banque et la finance en France ! ■

Propos recueillis par Elisabeth Coulomb.

POINTS DE VUE

IDÉES POINTS DE VUE

de Michel Fleuriet,

... une demi-réforme qui bouscule les idées reçues sur les banques

Par Les Echos | 26/07 | 06:00

-
-
-
-
-

Télécharger le PDF

La loi de séparation et de régulation des activités bancaires a eu un grand avantage : son élaboration a permis aux équipes gouvernementales de se défaire d'un certain nombre d'idées reçues sur la banque. Les députés et sénateurs ont appris ce qu'étaient la tenue de marché, la fourniture de services d'investissement à la clientèle, une couverture de change, une position « ouverte » et bien d'autres choses encore.

Mais, à part cela, cette loi dite de séparation des activités bancaires ne servira à rien. Elle sépare seulement les activités pour compte propre d'un établissement bancaire de celles réalisées pour le compte d'un client. Or la crise de 2008 n'est pas venue de l'activité pour compte propre des banques. Bien que l'objectif posé par l'article 5 de la loi soit bien « *d'éviter ou de limiter au maximum le recours au soutien financier public* », ce soutien continuera d'être nécessaire. Evidemment. Même Pierre Moscovici a déclaré qu'il ne pouvait pas promettre que l'Etat ne devra plus jamais venir au secours d'une banque. Il faut ramener la finalité de cette loi à son origine, qui lui a été donnée par le candidat François Hollande lors du discours du Bourget en janvier 2012 : « *Je séparerai les activités des banques qui sont utiles à l'investissement et à l'emploi de leurs opérations spéculatives.* »

Le gouvernement a enfin compris que plus de 97 % de l'activité de marché des banques est réalisée pour le compte d'un client et donc utile à l'investissement et à l'emploi. Les banques assurent la liaison entre l'épargne et l'investissement grâce aux marchés des capitaux. Elles organisent l'émission d'obligations et les émissions d'actions (introduction en bourse, émission d'actions nouvelles, etc.). Elles donnent une garantie de bonne fin et elles assurent la tenue de marché des titres émis. Enfin, les banques facilitent la couverture des risques des entreprises.

La loi constate donc que la seule activité inutile à l'investissement et à l'emploi est la spéculation pour compte propre. Or celle-ci ne représente qu'une part marginale des revenus des banques françaises : d'après le gouvernement lui-même entre 1 et 3 %, alors que l'une des

idées reçues dans certains médias assurait que les grandes banques françaises réalisaient 80 % de leurs opérations en compte propre !

Le véritable intérêt de cette loi est de transposer par anticipation le régime de faillite propre aux banques dont l'Europe a besoin pour réaliser son projet d'union bancaire. L'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, l'ACPR, disposera de moyens d'intervention exorbitants du droit commun pour sauver ce qui peut l'être en cas de défaillance d'un établissement, incluant la possibilité de transférer d'office certaines activités, ainsi que celle d'imputer les pertes de l'établissement sur les actionnaires et sur certains créanciers dont les titres pourront être unilatéralement réduits ou annulés. Mais leurs pertes ne devront pas être pires que si la banque avait été liquidée. Le fonds de garantie des dépôts devrait passer de 2,1 milliards d'euros de ressources à 10 milliards d'euros, de manière progressive, grâce à des contributions du secteur bancaire (ce qui va constituer une charge annuelle significative pour les banques françaises). Enfin, la définition de la défaillance d'une banque est modifiée pour se conformer au projet de directive européenne. Déjà, la loi française définissait la cessation des paiements pour les banques différemment des autres entreprises, en visant une crise de liquidité. Ce qui montre bien à ceux qui en auraient douté que les banques sont des entreprises différentes des autres et qu'elles peuvent mourir en étant solvables. Dans le nouveau texte, un établissement est défaillant s'il ne respecte plus les exigences de **fonds propres** ou bien s'il n'est pas en mesure d'assurer ses paiements, immédiatement ou à terme rapproché, ou enfin s'il requiert un soutien financier public.

Au total, une loi de séparation et de régulation des activités bancaires inefficace pour la séparation, mais utile pour la résolution. Mais, surtout, une loi qui se rebelle contre les idées reçues sur la banque.

Michel Fleuriet,

Michel Fleuriet est l'auteur de « Un banquier se rebelle. Réponses à vingt-cinq idées reçues », Ed. Nuvis.

Réforme bancaire : beaucoup de bruit pour rien

LE FIGARO

Par Michel Fleuriet Publié le 05/08/2013

Réforme bancaire : beaucoup de bruit pour rien

TRIBUNE - Michel Fleuriet, ancien président de Merrill Lynch France^{*1}, estime que la nouvelle loi dite de «séparation des activités bancaires» n'a qu'un mérite : celui de faire tomber quelques idées reçues.

Le projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires, qui a été voté en juillet, a eu un grand avantage: son élaboration a permis aux équipes gouvernementales de se défaire d'un certain nombre d'idées reçues sur la banque.

Les députés et sénateurs ont appris ce qu'était la tenue de marché, la fourniture de services d'investissement à la clientèle, une couverture de change, une position «ouverte» et bien d'autres choses encore.

En particulier, la loi définit en droit positif ce qu'est la tenue de marché. Ce qui n'est pas rien, car les Américains s'y cassent les dents depuis trois ans. Il est vrai que notre définition de la tenue de marché n'est pas très pratique, mais c'est le génie français. Comme on ne peut pas tout prévoir, il reviendra bien évidemment au régulateur de contrôler que les activités de la banque sont conformes à ces définitions.

Mais, à part cela, cette loi dite de «séparation des activités bancaires» ne servira à rien. Elle sépare seulement les activités pour compte propre d'un établissement bancaire de celles

¹ Aujourd'hui professeur de finance à Wharton, Shanghai et Dauphine. Auteur de Un banquier se rebelle. Réponses à vingt-cinq idées reçues, éd. Nuvis.

réalisées pour le compte d'un client. Or, la crise de 2008 n'est pas venue de l'activité pour compte propre des banques. Bien que l'objectif, posé par l'article 5 de la loi, soit bien d'«éviter ou de limiter au maximum le recours au soutien financier public», ce soutien continuera d'être nécessaire. Évidemment. Même Pierre Moscovici a déclaré qu'il ne pouvait pas promettre que l'État ne devra plus jamais venir au secours d'une banque. Il faut ramener la finalité de cette loi à son origine, qui lui a été donnée par le candidat François Hollande lors du discours du Bourget en janvier 2012: «Je séparerai les activités des banques qui sont utiles à l'investissement et à l'emploi de leurs opérations spéculatives.»

Le gouvernement a enfin compris que plus de 97 % de l'activité de marché des banques est réalisée pour le compte d'un client et donc utile à l'investissement et à l'emploi. Les banques assurent la liaison entre l'épargne et l'investissement grâce aux marchés des capitaux. Elles organisent l'émission d'obligations et les émissions d'actions (introduction en Bourse, émission d'actions nouvelles, etc.). Elles donnent une garantie de bonne fin et elles assurent la tenue de marché des titres émis. Enfin les banques facilitent la couverture des risques des entreprises. Du reste la capacité globale des banques françaises à financer l'économie a été bonne, tant pendant la crise de 2008 que pendant la crise de la zone euro.

La loi constate donc que la seule activité inutile à l'investissement et à l'emploi est la spéculation pour compte propre. Or, celle-ci ne représente qu'une part marginale des revenus des banques françaises: d'après le gouvernement lui-même, entre 1 et 3 % alors que l'une des idées reçues dans certains médias assurait que les grandes banques françaises réalisaient 80 % de leurs

opérations en compte propre! Voilà une idée reçue que l'on n'évoquera plus ; mais fallait-il une loi pour éduquer les politiques?

Le véritable intérêt de cette loi est de transposer par anticipation le régime de faillite propre aux banques dont l'Europe a besoin pour réaliser son projet d'union bancaire. Comme pour bien montrer la voie, la loi francise, en le dotant d'un accent, le mot anglais de «résolution» dont il baptise l'ACP pour en faire le juge de faillite des banques sous le nom d'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution. L'ACPR disposera de moyens d'intervention exorbitants du droit commun pour sauver ce qui peut l'être en cas de défaillance d'un établissement, incluant la possibilité de transférer d'office certaines activités ainsi que celle d'imputer les pertes de l'établissement sur les actionnaires et sur certains créanciers dont les titres pourront être unilatéralement réduits ou annulés. Mais leurs pertes ne devront pas être pires que si la banque avait été liquidée. Le fonds de garantie des dépôts (qui lui aussi s'anglicise en devenant le «fonds de garantie des dépôts et de résolution») devrait passer de 2,1 milliards d'euros de ressources à 10 milliards d'euros, de manière progressive, grâce à des contributions du secteur bancaire (ce qui va constituer une charge annuelle significative pour les banques françaises). Cet objectif de 10 milliards correspond à 1 % du total des dépôts garantis en France, estimé à environ 1 000 milliards d'euros. Enfin la définition de la défaillance d'une banque est modifiée pour se conformer au projet de directive européenne. Déjà la loi française définissait la cessation des paiements pour les banques différemment des autres entreprises, en visant une crise de liquidité. Ce qui montre bien, à ceux qui en auraient douté, que

les banques sont des entreprises différentes des autres et qu'elles peuvent mourir en étant solvables.

Dans le nouveau texte, un établissement est défaillant s'il ne respecte plus les exigences de fonds propres ou bien s'il n'est pas en mesure d'assurer ses paiements, immédiatement ou à terme rapproché ou enfin s'il requiert un soutien financier public.

Au total, une loi de séparation et de régulation des activités bancaires inefficace pour la séparation, mais utile pour la résolution. Mais surtout une loi qui se rebelle contre les idées reçues sur la banque.

STABILITÉ FINANCIÈRE

« LA RÉOLUTION EST LE SEUL VOILET UTILE DE LA LOI BANCAIRE »



**Michel
Fleuriet ***

Professeur affilié

Fondateur et
co-directeur du
Master BIM 268

Université
Paris-Dauphine

**Michel Fleuriet, ancien président
de Merrill Lynch France, revient
sur la loi bancaire : la mise
en œuvre du volet séparation
des activités est plutôt simple...
mais sans doute peu utile.
En revanche, le volet résolution,
en anticipation des textes
européens, a une portée bien
plus forte.**

INTERVIEW

■ Quelles sont les conséquences pratiques de la loi bancaire votée en juillet dernier ?

Je distinguerais les deux parties de la loi : la séparation et la résolution. La séparation des activités est en cours ou à l'étude aux États-Unis avec le Dodd Frank Act, en Angleterre sur la base des propositions de la Commission Vickers, en Europe suite au rapport Liikanen, sans oublier les solutions nationales comme celle que nous avons en France. La diversité des situations montre déjà toute la complexité de la mise en œuvre de ce principe.

En France, la loi a été présentée par le ministre de l'Économie et des Finances comme la suite directe de l'engagement n° 7 du président de la République qui était de séparer les activités utiles à l'économie des activités spéculatives. Ces dernières sont souvent désignées comme celles réalisées pour compte propre. Or les SVT, par exemple, font de la spéculation pour compte propre puisqu'ils achètent sur

leurs fonds propres des OAT pour les revendre ensuite. Pourtant, la maintenance du marché primaire est un rôle très important et la bonne capacité de l'État à placer sa dette est assurément utile à l'économie. Spéculation et activité utile sont en réalité complètement mêlées. Il est donc difficile de définir ce qu'il faut mettre sous le compte propre spéculatif et sous le compte propre qui correspond à l'intervention des banques sur les marchés comme mainteneurs ou contrepartistes.

Les discussions et débats parlementaires en France ont au moins permis aux députés et sénateurs de comprendre cette imbrication et de se rendre compte que 97 % des activités des banques étaient ainsi utiles à l'économie. Au final, la loi bancaire oblige donc à filialiser les activités pour compte propre, en distinguant 6 exceptions :

- les activités de PSI ;
- la compensation d'instruments financiers ;
- la couverture des risques du groupe ;
- la tenue de marché ;
- la gestion saine et prudente de la trésorerie du groupe ;
- les opérations d'investissement du groupe.

■ Le projet de loi français vous paraît-il plus facile à mettre en œuvre que les autres versions ou projets actuellement sur la table ?

La position française est d'une certaine façon assez simple : le compte propre spéculatif est filialisé, charge au régulateur de vérifier si la frontière a été bien placée. Filialiser ces activités revient à renverser la charge de la preuve auprès du régulateur : il est plus facile d'avoir une présomption d'utilité et une exception de spéculation, ce qui est le cas de la loi française.

Par ailleurs, la loi française est le seul texte d'application immédiate, même si les décrets ne sont pas encore parus. Alors que cela fait trois ans que la mise en application du Dodd Frank act et de la règle Volcker aux États-Unis est en discussion, le manuel représentant aujourd'hui plus de 3 000 pages ! Le principal problème est de parvenir à définir les activités à inclure dans le compte propre spé-

* Auteur de l'ouvrage
Un banquier se rebelle.
Réponses à 25 idées
reçues, Nuvis Phebe
Éditions.



culatif, une question primordiale outre-Atlantique, car le système financier est largement fondé sur le market making. Le rapport Liikanen place, de son côté, toute la maintenance de marché dans les activités cantonnées ; c'est une position que le Trésor français, qui place assez bien notre dette via son réseau de SVT, ne pouvait pas suivre. Quant aux Anglais, c'est le comble de l'absurde ! La règle de séparation est censée être applicable à partir de 2019, et dans des conditions pour l'instant peu précises. Pourtant le régulateur anglais n'arrête pas de donner des leçons sur le niveau requis de capital des banques, alors même que la crise a débuté en Angleterre : le premier bank run vu depuis 150 ans dans des pays développés est celui provoqué par Northern Rock, un an environ avant la faillite de Lehman Brothers. Les banques anglaises n'étaient pas contrôlées. Le régulateur anglais devrait faire le ménage chez lui d'abord...

Certes, en France, nous avons botté en touche, c'est le régulateur qui va décider. C'est lui donner beaucoup de confiance mais entre la paralysie américaine, l'arrogance de l'Angleterre et la bureaucratie finlandaise de Bruxelles, la solution française est sans doute la plus simple à mettre en œuvre.

■ Quelle sera l'efficacité de cette loi de séparation ?

L'article 2 de la loi précise qu'un de ses objectifs est de « garantir la stabilité financière », pour limiter au maximum le recours au soutien financier public en cas de faillite bancaire. Il faut garder à l'esprit que de nombreuses opérations de banque comme la réception de dépôts, la gestion des moyens de paiement, ou l'octroi de crédits, touchent à la monnaie ; or celle-ci est un des attributs de la puissance publique ; et en cas de faillite d'une banque, l'État ne peut faire autrement qu'intervenir pour garantir sa monnaie, même s'il ne s'agit plus d'une monnaie nationale, mais de l'euro. En cela, imaginer que l'État peut ne pas être impliqué dans une faillite bancaire est illusoire. Le meilleur exemple de ce soutien inévitable qu'un État doit apporter à sa monnaie est celui du Primary Reserve Fund, qui est la plus ancienne Sicav de trésorerie et la plus importante aux États-Unis. Celle-ci recueille des dépôts sous forme de souscription de parts d'OPCVM lesquelles sont utilisées pour faire des crédits à très court terme overnight. Le Primary Reserve Fund avait une forte participation dans ce type de financement chez Lehman Brothers. Quand cela s'est vu, les parts de ce fonds sont passées en dessous de 1 dollar (« broke the buck »), qui est leur nominal, un signal interprété comme l'annonce d'une faillite prochaine, et qui a provoqué un bank run sur ce fonds. Le Trésor américain est aussitôt intervenu pour garantir le paiement à 1 dollar des parts de ce fonds et d'autres de même nature, c'est-à-dire que pendant une période de quelques semaines, l'État américain a garanti, outre

REPERES

La tenue de marché

■ Lors des discussions autour du rapport Liikanen, la Banque de France et la BCE ont clairement exposé leur position en faveur d'un renforcement de la définition et du suivi de la tenue de marché plutôt que son cantonnement, considérant que cette activité était consubstantielle aux activités des banques vis-à-vis des entreprises. Ils ont estimé que les investisseurs n'intervenaient sur le marché primaire que dans la mesure où les perspectives de négociation des titres sur le marché secondaire sont bonnes et que celui-ci offre une liquidité suffisante ; d'où l'importance des market makers dans le bon fonctionnement des marchés. Une position qui semble avoir été entendue par le gouvernement dans l'élaboration de la loi. Cependant le périmètre de la tenue de marché peut être délicat à établir : cette activité fait déjà l'objet de différentes définitions, par exemple dans le Code monétaire et financier ou dans les textes relatifs à la taxe financière, qui en donnent une approche plus large. Elle est définie dans la loi bancaire de la façon suivante : « Au sens du présent article, on entend par "tenue de marché" l'activité d'un établissement qui, en tant qu'intermédiaire, se porte partie à des opéra-

tions sur des instruments financiers :

1° Soit consistant en la communication simultanée de prix d'achat et de vente fermes et concurrentiels pour des volumes de taille comparable, avec pour résultat d'apporter de la liquidité aux marchés sur une base régulière et continue ; 2° Soit nécessaires, dans le cadre de son activité habituelle, à l'exécution d'ordres d'achat ou de vente de clients ou en réponse à des demandes d'achat ou de vente de leur part. »

Charge ensuite à l'ACPR de vérifier que la frontière établie par les banques avec leurs autres activités de marché est correctement établie. Le régulateur se fondera pour cela sur une liste d'indicateurs qui sera fixée par arrêté. Celle-ci est actuellement en cours d'élaboration par le Trésor en concertation avec l'ACPR et l'AMF sur la base des critères déjà mentionnés dans le texte de loi (« les conditions de présence régulière sur le marché, l'activité minimale sur le marché, les exigences en termes d'écarts de cotation proposés, les règles d'organisation internes incluant des limites de risques, et la justification du lien entre le besoin des clients et les opérations réalisées pour compte propre »), mais aussi compte tenu des travaux réalisés par l'ESMA sur la tenue de marché dans les marchés organisés et sur des indicateurs dont les banques elles-mêmes disposent déjà.

les dépôts bancaires, les dépôts dans le shadow banking ! Pour en revenir à la séparation des activités, il aurait été sans doute plus utile de scinder les activités de banques commerciales de celles des PSI ou des BFI ; c'était facile, le pointillé existe déjà dans le Code monétaire et financier. Dans cette configuration, il faudrait développer la désintermédiation pour que le crédit soit réellement financé par l'épargne, au détriment du principe de transformation encore largement pratiqué par les banques en matière d'endettement, qui consiste à transformer des moyens de paiement (les dépôts) en moyens de financement de l'économie (l'endettement à terme). Les BFI joueraient alors un vrai rôle d'intermédiaire.

■ Qu'en est-il du volet résolution ?

Compte tenu de l'implication inévitable de l'État en cas de faillite d'une banque, la résolution, c'est-à-dire le régime de faillite que l'on va appliquer aux établissements bancaires, revêt une importance toute particulière. D'où l'importance de la deuxième partie de cette loi, la seule vraiment utile.

On ne peut pas envisager de projet d'Union bancaire, qui

LA LOI BANCAIRE

implique une réglementation commune, et une monnaie commune sans avoir prévu un régime de faillite des banques et une garantie des dépôts européens. La loi française anticipe cette étape indispensable.

Dans le Code monétaire et financier, figure une définition de la faillite au sens du langage courant, c'est-à-dire l'état de cessation des paiements. Mais cette définition est assortie d'une exception qui concerne les établissements de crédit. Cela tombe sous le sens : si l'on considère qu'est en faillite toute entreprise dont l'exigible est supérieur au réalisable à court terme ou disponible, toutes les banques sont en faillite par définition, parce qu'évidemment tous les dépôts sont exigibles à vue ! La loi française a raison de considérer que les banques ne sont pas des entreprises comme les autres, comme voudraient nous le faire croire certains chercheurs américains.

Elle a donc prévu que le critère pour les établissements de crédit serait de constater une défaillance comme le précise l'article 613-31-15 : « L'établissement ou l'entreprise est défaillant s'il se trouve ou s'il existe des éléments objectifs montrant qu'il est susceptible de se trouver, à terme rapproché, dans l'une ou l'autre des situations suivantes :

Propos recueillis
par E. C.

– Il ne respecte plus les exigences de fonds propres qui conditionnent le maintien de l'agrément ;

– Il n'est pas en mesure d'assurer ses paiements, immédiatement ou à terme rapproché ;

– Il requiert un soutien financier exceptionnel des pouvoirs publics. »

En outre c'est l'Autorité de contrôle prudentiel qui prend cette décision, alors que pour une entreprise quelconque, c'est le tribunal de commerce ; l'ACPR se substitue au tribunal de commerce et la défaillance se substitue à la cessation de paiements.

La garantie des dépôts, quant à elle, est déterminante pour éviter des bank run et parce qu'il faut garantir tout ce qui est proche de la monnaie, attribut de l'État. Pour ne pas porter atteinte à la confiance dans la monnaie, il est essentiel de différencier les dépôts à vue, qui sont de la monnaie d'État, des dettes bancaires. En revanche, les dettes qui contribuent au financement des banques peuvent être considérées comme de même nature que celles des entreprises, et sont donc susceptibles de ne pas être remboursées comme le prévoit le dispositif du bail-in. Cette partie de la résolution des banques revient en fait dans le régime normal de la faillite, en distinguant des ordres de priorité entre les dettes payables avec les actifs qui restent. Ce risque de non-remboursement va évidemment entrer dans le coût de la dette. ■



Club
BANQUE

Lundi 25 novembre 2013 de 18 h 00 à 20 h 00



ENJEUX ACTUELS ET OPTIMISATION DE LA GESTION DES RISQUES OPÉRATIONNELS

Président de séance : Marie-Agnès NICOLET, présidente fondatrice, REGULATION Partners

Les nouveaux enjeux : comment fiabiliser vos cartographies de risques en intégrant la dimension contrôle ?

Marie-Agnès NICOLET, présidente fondatrice, REGULATION Partners

D'une cartographie des risques opérationnels à la cartographie globale des risques : quelles attentes des régulateurs ?

Frédéric VISNOVSKY, secrétaire général adjoint, ACP

Les enjeux actuels des démarches de risques opérationnels dans un grand groupe

Jean-Marie SAVIN, responsable contrôle opérationnel permanent, BNP PARIBAS

Cartographies des risques de fraude et de non-conformité : quelle valeur ajoutée et interactions avec les risques opérationnels ?

Jean-Denis RATHIER, directeur conformité, LCL

Lieu

Salons Hoche
9 avenue Hoche 75008 Paris
Métro : Courcelles /
Charles de Gaulle Étoile
Parkings : Hoche & Saint Honoré

Contact

Magali Marchal
Tél. : 01 48 00 54 04
Fax : 01 48 24 12 97
marchal@revue-banque.fr



Presse - Séminaires - Édition - Librairie

Partenaire officiel



En partenariat avec



L'expert financier dans les procédures arbitrales : Quelles spécificités par rapport aux procédures devant les juridictions étatiques ?



Par Maurice NUSSENBAUM
Président Sorghem Evaluation
Professeur de finance à
l'Université Paris Dauphine
Expert agréé par la Cour de
Cassation



et Claire KARSENTI
Associée Sorghem Evaluation
Expert près la Cour d'Appel
de Paris

désigné par une partie mais il arrive également que les deux parties aient choisi des arbitres professionnels du droit et que ce soit alors ces derniers qui choisissent un président spécialiste des questions financières. Cette dernière situation est alors une manière d'inclure un expert financier dans le Tribunal sans alourdir le coût de la procédure.

2-Un expert financier nommé par le Tribunal Arbitral : avantage ou inconvénient ?

Il est relativement peu fréquent, d'après notre propre expérience, que les Tribunaux Arbitraux désignent des experts financiers pour les éclairer dans la solution du litige alors qu'il s'agit d'une pratique courante devant les juridictions étatiques. Cela est notamment dû au fait que chaque partie est souvent assistée d'un expert de partie.

Cette absence de recours à un expert du Tribunal peut être un point fort pour l'expert de la partie qui défend une position peu technique (à cet égard la situation est la même que devant les juridictions étatiques lorsqu'aucun expert judiciaire n'est nommé) mais à l'inverse elle peut être pénalisante pour celui qui veut faire passer des idées complexes et techniques sur le plan financier... et cela quelle que soit la qualité des professionnels du droit membres du Tribunal Arbitral.

3-Le choix de l'expert financier de partie : indépendance et compétence

Il est parfois soutenu qu'en arbitrage, le choix de l'expert financier de partie devrait répondre à la même exigence d'indépendance et de compétence que pour la désignation de l'arbitre. Mais cette question est largement discutée puisque précisément il n'est ni arbitre, ni expert du Tribunal arbitral. A l'inverse, ces qualités sont de bonne pratique professionnelle. S'il est fréquent qu'un expert financier soit nommé plusieurs fois par une partie pour l'assister devant les juridictions étatiques, cela sera parfois plus difficile en arbitrage où l'absence d'indépendance de l'expert vis-à-vis de la partie qui l'a nommée peut constituer un handicap pour sa crédibilité.

Le mode de rémunération de l'expert financier est également scruté en arbitrage. Question traditionnelle lors de la cross-examination (i.e. interrogatoire de l'expert par l'avocat de la partie adverse en audience) de l'expert financier : « comment êtes-vous rémunéré ? »... Le succès fee (ou honoraire

de résultat) est prohibé car il apparaît contradictoire avec l'indépendance de l'expert. A l'inverse, ce point est rarement explicitement évoqué devant les juridictions étatiques.

4-La rédaction de rapports : un exercice proche de celui des procédures juridictionnelles étatiques

Phase sans doute la plus semblable aux procédures devant les juridictions étatiques, les échanges de rapports d'expert ne présentent pas, à vrai dire, de spécificités.

Mais en arbitrage, plus encore que devant les juridictions étatiques, il importe que l'avocat puisse utiliser au mieux les conclusions de son expert : il doit comprendre les hypothèses, les grands principes des méthodes mises en œuvre et les conclusions. Trop de mémoires d'avocat renvoient au rapport de l'expert sans autre explication... or, c'est bien souvent dans cette articulation, ou son absence, que se joue le succès, ou l'échec, d'une procédure arbitrale s'agissant des questions économiques et financières.

L'avocat est le chef d'orchestre du dossier et rien ne doit lui échapper. Il doit pouvoir évoquer le rapport de son expert de manière pédagogique et être capable d'expliquer au Tribunal Arbitral en quoi il est en désaccord avec le rapport de l'expert de la partie adverse...

Si cette exigence n'est pas propre à l'arbitrage, elle l'est d'autant plus dans cette procédure où souvent s'échangent de quantités importantes de documents, où se rencontrent des témoins de faits, professeurs de droit et experts techniques et où la cohérence de l'ensemble est essentielle.

5-La procédure orale de « cross examination » : l'atout majeur de l'arbitrage pour l'expert ?

Pour l'expert financier contraint de se limiter à la procédure écrite devant les juridictions étatiques, la phase orale des arbitrages est très spécifique et constitue une source de nombreux questionnements chez les experts.

Phase redoutée ou au contraire très appréciée de certains arbitres, la « cross-examination » est une spécificité de l'arbitrage.

Si l'exercice pour l'avocat consiste à décrédibiliser la position technique de l'expert de la partie adverse devant le Tribunal Arbitral, en pratique, l'avocat n'est pas souvent en mesure de défier techniquement l'expert ce qui le conduit souvent à essayer de remettre en cause son indépendance ou sa méconnaissance d'éléments factuels.

C'est pourquoi, les avocats spécialistes de l'arbitrage le savent

bien... parfois il vaut mieux ne pas cross-examiner l'expert de la partie adverse pour ne pas le mettre en valeur !

La pratique de l'« expert conféré » est à cet égard instructive : dans sa forme la plus fréquente, les experts respectifs des parties sont interrogés simultanément par le Tribunal Arbitral sur les mêmes questions. Moment privilégié de dialogue avec le Tribunal Arbitral, d'autant plus qu'il met en parallèle les deux experts sur les mêmes questions, il permet de se centrer sur les points essentiels et de répondre aux questions légitimes du Tribunal qui ne cherche pas alors à « piéger » les experts mais à forger son opinion sur ces questions et à se focaliser sur ce qui fait l'objet de réels désaccords.

Ainsi, en permettant le dialogue entre les experts de parties et le Tribunal, l'arbitrage permet au débat technique de retrouver une place à part entière aux côtés du débat juridique et constitue, à cet égard, un facteur d'efficacité pour l'ensemble des participants.

6-La sentence : le juridique finit toujours pas l'emporter à la fin...

En cas de complexité technique, un rapport d'expert judiciaire sera souvent venu éclairer le juge étatique sur ces questions. Qu'en est-il pour le juge arbitral ? La sentence est le moment de vérité également pour les experts de parties qui découvriront alors ce qu'a convenu le Tribunal Arbitral ou au contraire ne l'a pas convenu voir ce qu'il n'a pas compris.

S'agissant des questions financières, il n'est pas rare que les experts des deux parties ressortent de la lecture de la sentence un peu frustrés de l'incompréhension manifestée par les arbitres vis à vis de certains de leurs arguments.

En effet, si les sentences sont souvent très précises et détaillées au niveau juridique, elles sont en revanche plus succinctes sur les questions financières. A cet égard, on peut dire qu'elles se rapprochent des décisions des juridictions étatiques, même si les arbitres font des efforts pour détailler de plus en plus les arguments économiques et financiers.

Paradoxe de l'arbitrage, justice privée disposant de possibilités importantes pour approfondir sa réflexion, les sentences arbitrales laissent souvent l'impression qu'une fois tranchée la question en droit, le Tribunal Arbitral cherche à travers de différents arguments techniques des parties ceux qui permettent de justifier leur appréhension d'une solution adaptée sans nécessairement donner la même explication détaillée qu'à leur analyse juridique. ■

« Ainsi, en permettant le dialogue entre les experts de parties et le Tribunal, l'arbitrage permet au débat technique de retrouver une place à part entière aux côtés du débat juridique et constitue, à cet égard, un facteur d'efficacité pour l'ensemble des participants. »

Regard

DE MAURICE NUSSENBAUM*
SUR

LE DEVOIR DE LOYAUTÉ, UN IMPÉRATIF ÉCONOMIQUE

1. L'obligation de loyauté est-elle seulement la conséquence d'un devoir moral qui s'est progressivement imposé dans les sociétés développées ou bien répond-elle également à un fondement économique qui ferait de la confiance un bien économique ?

Confiance et loyauté ne s'imposent pas d'emblée au niveau individuel et découlent de règles et conventions qui ont pour objet d'éviter les comportements opportunistes centrés sur le seul intérêt individuel immédiat où chacun ne voit que son propre intérêt et nuit finalement à l'intérêt collectif (cf. notamment le dilemme du prisonnier)¹.

Pour que la confiance s'impose, il faut donc, dans un univers rationnel, qu'elle génère des avantages. Kenneth Arrow en 1974 avait montré qu'elle était une condition de fonctionnement des marchés organisés².

Cette conception relie confiance et loyauté à la réputation : en effet, on est loyal pour acquérir la réputation d'être loyal, et ce, afin d'obtenir un certain niveau de confiance de la part des tiers.

Ainsi loyauté et confiance constituent deux notions indissociables : on ne peut être loyal que si on a confiance en son partenaire.

De nombreux auteurs ont étudié le rôle de la confiance dans le développement économique contemporain. Ils ont montré comment la

confiance et la loyauté en tant que normes sociales permettent d'accroître l'efficacité économique de la société.³

On évoquera notamment Fukuyama (1995)⁴ qui a expliqué comment le niveau de confiance au sein d'une société déterminait la performance de l'ensemble des institutions sociales et, par là même, le développement économique d'une nation.

La raison fondamentale est que les individus qui évoluent dans des sociétés à haut niveau de confiance sont incités à moins dépenser pour leur protection contre d'éventuels comportements opportunistes. La confiance permet ainsi de réduire les coûts de contrôle : « la prospérité d'une nation et sa compétitivité sont conditionnées par une seule et unique caractéristique culturelle omniprésente : le niveau de cohérence propre à la société ».

En fait, comme l'ont montré Zak et Knack⁵, les agents peuvent soit utiliser leurs ressources pour vérifier ce que leur disent leurs cocontractants ou bien leur faire confiance et utiliser leurs ressources de manière plus productive. La confiance est favorisée par les institutions formelles, sociales et économiques, qui de ce fait permettent d'optimiser le niveau des investissements. Il existe donc bien un lien entre confiance et croissance.

* Maurice Nussenbaum est professeur des universités à l'Université Paris 9 Dauphine, expert financier agréé par la Cour de cassation et président de Sorgem Évaluation.

1 - Ejan Mc Kaay, p. 54-56, *L'analyse économique du droit*, Dalloz, 2^e éd., 2008.

2 - Kenneth Arrow, « Limited knowledge and Economic Analysis », *American Economic Review*, Vol. 64(1), 1-10.

3 - Cf. une synthèse dans T. Tazdait, *L'analyse économique de la confiance*, De Boeck, coll. Ouvertures économiques 2008.

4 - Francis Fukuyama, *La confiance et la puissance - Vertus sociales et prospérité économique*, Plon, 1995, p. 19.

5 - Paul J. Zak and Stephen Knack, « Trust and Growth », *The Economic Journal*, Vol. 111, No. 470 (Apr., 2001), pp. 295-321.

L'approche moderne considère la confiance comme une institution informelle et le système judiciaire comme une institution formelle. Les deux types d'institutions sont importants pour favoriser le développement économique. La confiance est plus liée aux traditions culturelles et se manifeste par la volonté de permettre aux actions des autres d'influencer son propre bien-être⁶. En effet, un agent économique sera disposé à prendre des risques à partir des actions des autres acteurs s'il pense qu'ils se comporteront correctement, c'est-à-dire loyalement.

2. Quelle est la conséquence de ces observations à portée générale sur l'analyse économique du droit contractuel⁷ ?

On va montrer qu'il en est de même. La loyauté dans les contrats génère des avantages économiques significatifs.

L'analyse économique prend en compte le rôle du droit en termes de coût-avantage : l'intervention corrective du droit (à la fois à travers le contrat et le procès) se justifie lorsque son coût est inférieur aux économies qu'elle permet de réaliser par rapport aux aménagements que les parties pourraient mettre en œuvre elles-mêmes⁸.

D. Wittman (2006)⁹ indique que le rôle du droit contractuel est de minimiser la somme de trois coûts comprenant : les coûts de formulation du contrat par les parties, les coûts de formulation par les tribunaux et les coûts liés à

des comportements inefficaces résultant des contrats mal rédigés ou incomplets.

Ces coûts sont à considérer au niveau collectif et non au cas par cas. Ils constituent le coût global des accidents de parcours dans le contrat.

Dans cette optique, le premier terme concerne les coûts supportés pour négocier et formuler le contrat, le deuxième concerne l'intervention de l'autorité publique, notamment pour sanctionner la mauvaise exécution, et le troisième a trait à la mauvaise évolution des affaires qui résulte de contrats mal rédigés et mal contrôlés.

Comme l'indique Mc Kaay¹⁰ la confiance (ou la loyauté – indiquée par nous) permet à l'acteur d'abaisser son niveau d'autoprotection par rapport à ce qui serait approprié à l'égard d'interlocuteurs inconnus. Elle permet donc d'abaisser les coûts de transaction et d'augmenter le nombre de contrats conclus.

Mais, dans la même perspective de réduction des coûts de transaction, il existe une forte complémentarité entre le fonctionnement des institutions formelles et, notamment, la responsabilité contractuelle et le rôle de la loyauté pour améliorer la performance économique.

La confiance suppose des informations suffisantes sur l'interlocuteur ou sur des produits. En retour, ces informations permettent à un acteur de déterminer la confiance qu'il peut accorder à un contrat et même de le décider à le conclure.

3. La question qui en découle est donc celle de l'information optimale à communiquer.

On distingue trois types d'informations, celles acquises directement par l'intéressé, celles fournies par le co-contractant, celles obtenues des tiers. Plus les informations disponibles seront fiables, moins les coûts de recherche seront importants, d'où la nécessité d'examiner le contenu de l'obligation de renseignement pour le co-contractant.

L'analyse économique s'appuie sur le concept de « *cheapest cost avoider* »¹¹. Cette approche est

6 - Joël Sobel, « Can We Trust Social Capital? », *Journal of Economic Literature*, pp. 139-154 (March 2002).

7 - À cet égard, la proposition de règlement du 11 octobre 2011 du Parlement européen et du Conseil relatif à un droit commun de la vente (COM (2011) 635 FINAL) a consacré le principe de « bonne foi-loyauté » qui complète le devoir de bonne foi qui était déjà consacré par les principes UNIDROIT et les principes du droit européen. Ce principe de bonne foi-loyauté permet de maintenir une relation de confiance et consacre une solidarité entre les parties contractantes qui s'entend comme la présentation des intérêts de chacun. À cet égard, on évoque l'obligation de renégociation en cas de changement exceptionnel (art. 97), celle de mise en garde (art. 152) et celle de minimiser le dommage (art. 163). – cf. Sabrina Bringuier-Fau « Vers la consécration des grands principes européens des contrats : l'exemple du principe de bonne foi-loyauté », *Revue Lamy Droit des affaires*, n° 79, février 2013, pp. 66-70.

8 - Mc Kaay, p. 373, §1333, *op. cit.*, *L'analyse économique du droit*.

9 - Donald Wittman, *Economic Foundations of law and organization*, Cambridge University Press, 2006.

10 - McKaay, *op. cit.*, note n°19, §1381.

11 - « Celui qui peut au moindre frais réduire ou éviter les coûts », cf. Guido Calabresi, *The cost of accidents: a legal and economic analysis*, 1970, New Haven Yale University Press. Pour Calabresi, le système optimal de responsabilité quasi-délictuelle est celui qui minimise la somme des coûts des accidents et des précautions pour les éviter, y compris les coûts administratifs judiciaires. Il

fondée sur la recherche d'efficacité des règles de responsabilité : on attribue la responsabilité d'une éventuelle imprudence dans le domaine quasi-délictuel à celle des parties concernées qui peut au moindre coût réduire les coûts de précaution susceptibles d'éviter les pertes ou accidents.

Sur la base de ce principe, Kronman¹² considère que l'information acquise sans effort particulier dans le cours ordinaire de l'usage d'une chose doit être normalement divulguée, car cela améliore l'efficacité *a posteriori* des échanges.

Si, par contre, son obtention requiert des recherches coûteuses qui impliquent une rentabilisation des efforts mis en œuvre, elle est considérée comme appartenant à celui qui l'a obtenue.

En effet, obliger à divulguer des informations acquises de manière coûteuse, peut dissuader de les rechercher.

Le droit ne suit pas réellement cette logique puisqu'il définit des droits et devoirs d'informations spécifiques dans la plupart des domaines, que cela implique des coûts de recherche ou pas¹³. On peut cependant noter que la jurisprudence « tempère le droit de savoir par un devoir de curiosité et de vigilance qui traduit l'exigence de collaboration entre les parties au contrat »¹⁴.

Le devoir de vigilance pèse plus lourdement sur l'acquéreur professionnel (on retrouve implicitement l'application de la théorie du « *cheapest cost avoider* »), car il est censé être en mesure de découvrir les choses qu'il achète. Il est aussi imposé à l'acquéreur profane, tenu de se livrer à un examen normalement attentif de la chose (Cour de cassation, *op. cit.*, p. 12). De même, la troisième chambre civile a décidé, en matière immobilière, que « l'acquéreur n'est pas tenu de procéder à des investigations pour pallier l'insuffisance d'information donnée par le vendeur » (3^e chambre civile, 25 octobre 2006, pourvoi n° 05-17.115).

conduit à faire supporter la charge des précautions à l'agent pour lequel il est le moins élevé.

12 - Kronman Anthony T., « Mistake disclosure, information and the law of contract », *Journal of legal studies*, 1978, pp. 1-34.

13 - Cour de cassation, rapport 2010, Études : Obligation d'information et contrat.

14 - Cour de cassation 2010, *op. cit.*

La jurisprudence conduit également à exiger du vendeur qu'il informe son acquéreur de l'ensemble des informations dont il a connaissance et qui pourraient influencer sur l'acte d'achat, mais aussi de faire rechercher les vices par un professionnel présentant des garanties de compétence. On voit ainsi que pour le droit, et en particulier dans le domaine immobilier, l'obligation d'informer n'est pas limitée aux informations disponibles sans coût de recherche.

Dans un domaine autre, celui de l'information des actionnaires, on montre aisément que la réduction des asymétries d'information entre dirigeants (*insiders*) et actionnaires externes permet d'améliorer le financement de l'entreprise à travers l'émission d'actions ou de dettes et réduit son coût du capital et les risques de délit d'initié.

Mais en même temps, on observe des résistances importantes à la divulgation qui ne sont pas toutes dues à la volonté des dirigeants de bénéficier d'avantages par rapport aux actionnaires externes. On évoque les coûts générés par des obligations trop tatillonnes, mais aussi les biais engendrés en faveur d'informations biaisées par le risque d'une orientation court termiste¹⁵ qui peut, dans certains cas, obscurcir et cacher derrière les détails réglementaires, les informations importantes.

L'approche par le test de Kronman est donc insuffisante. Il existe cependant une convergence sur les points suivants :

- Obligation de divulguer pour corriger une conception erronée chez le co-contractant, dès lors que l'information est disponible, car les contrats passés sur la base d'une information complète ont des meilleures chances d'être efficaces collectivement et d'éviter des gaspillages de ressources. Cela s'applique notamment lorsque le détenteur de l'information est lui-même expert en la matière (œuvre d'art par exemple). C'est notamment le cas des vices cachés.

- Mais cette obligation ne doit pas limiter la recherche dans des informations utiles, impliquant des coûts. De ce fait, on considère que l'information coûteuse à obtenir appartient, dans le cas général, de manière privative à celui qui l'a recherchée.

15 - B. Hermalin et M. Weisbach, « Information Disclosure and Corporate Governance », *The Journal of Finance*, Vol 67, Issue 1, Février 2012, pp. 195-233.

Regard

L'obligation de divulguer est donc limitée au cadre suivant :

- Il faut qu'il y ait asymétrie entre les parties,
- que la partie avantagée puisse tirer profit aux dépens de l'autre,
- de manière significative, dépassant un certain seuil de gravité,
- il ne faut pas que la recherche d'informations engendre des coûts.

Le niveau d'information à divulguer doit, au plan économique, être décidé :

- en fonction d'une analyse coût-avantage à la fois du point de vue individuel et collectif,
- et, en fonction des effets qu'une règle de droit spécifique peut avoir sur le fonctionnement des marchés.

Ainsi l'analyse économique du droit nous éclaire sur l'intérêt des comportements loyaux à travers la divulgation des informations pertinentes.

4. La mise en œuvre de ces comportements efficients suppose un système de sanction adéquat des comportements déloyaux.

La loyauté ayant des effets économiques positifs, elle constitue, de ce fait, un bien collectif qui doit être préservé en tant que tel et les situations déséquilibrées avec violations graves doivent donner lieu à des réparations ayant une dimension incitative, même sans aller jusqu'aux dommages punitifs.

Les sanctions peuvent être endogènes, de type réputationnel (voir notamment l'exemple de la notation des vendeurs sur eBay) : l'agent déloyal se voyant privé de possibilités d'exercer des transactions, mais ce système ne fonctionne qu'à l'intérieur de groupes fermés.

Elles doivent surtout être efficaces, c'est-à-dire éliminer non seulement le gain réalisé, mais aussi anticipé par l'auteur du préjudice, et ne pas se limiter à la perte de chance pour la victime lorsque ce gain lui est très supérieur.

L'atteinte aux droits ne doit pas générer de profits indus (fautes lucratives)¹⁶. La réparation intégrale de la victime devrait comprendre la restitution des gains illicites engendrés par le comportement déloyal dès lors que ce qui a été gagné par l'un a, d'une manière ou d'une autre, été perdu par l'autre (qu'il s'agisse d'une perte effective ou d'un coût d'opportunité). On

constate cependant, dans la pratique des tribunaux, que la perte de chance conduit très souvent à sous-estimer les dommages du fait du caractère arbitraire du choix du coefficient de probabilité associé à la chance perdue¹⁷.

16 - Maurice Nussenbaum, « Comment mieux punir les fautes lucratives », Club des juristes, Les Echos, avril 2011.

17 - Cf. « L'analyse économique de la loyauté et des mécanismes de réparation de la déloyauté » par Maurice Nussenbaum, Gazette du Palais, 23 et 24 juin 2012.

FISCALITE

Marque, prix de transfert et principes de pleine concurrence de l'OCDE

L'objet de cet article est de montrer comment des outils utilisés par les praticiens pour gérer l'exploitation des marques permettent de répondre aux attentes des administrations fiscales en matière de prix de transfert.



Maurice Nussenbaum, Président



Guy Jacquot, associé

SUR LES AUTEURS

Maurice Nussenbaum, Président de Sorgem Evaluation, Professeur de finance à l'Université Paris Dauphine, Expert financier agréé par la Cour de Cassation

Guy Jacquot, Directeur Associé de Sorgem Evaluation, Expert en marque près la Cour d'Appel de Paris

Le développement de la consommation de masse et des nouvelles technologies, et l'internationalisation des entreprises, donnent une importance croissante à l'immatériel : marques, brevets, logiciels, mais aussi savoir-faire, réseaux de distribution ou encore fichiers clients. Ces actifs font ainsi de plus en plus l'objet de transferts intra groupe affectant la répartition des bénéfices imposables entre des structures relevant d'autorités fiscales différentes. Ces transferts soulèvent de multiples questions concernant la définition des incorporels, l'attribution des profits et la valorisation de ce type d'actifs et sont aussi à l'origine de nombreux contentieux avec les administrations fiscales locales.

La nature des litiges

Ces contentieux concernent le plus souvent la répartition de la propriété des actifs transférés entre le rédant et le cessionnaire lorsque ce dernier contribue par son exploitation à dévelop-

per la valeur de l'actif, ainsi que l'influence de l'application du principe de pleine concurrence pour la détermination des conditions de la transaction. Pour les marques ils renvoient notamment à la distinction entre ce qui relève des stricts droits de propriété sur le nom de la marque en tant que trade mark et ce qui relève de la marque au sens large¹. Les litiges peuvent aussi surgir lorsque la rémunération demandée à une entité assurant la distribution de produits ne prend pas en compte les charges de promotion que le distributeur supporte et qui peuvent contribuer à développer la valeur de la marque². De nombreux litiges sont soulevés par la mise en œuvre pratique de ces principes. Les outils que nous présentons ici apportent un éclairage au niveau des marques mais ils abordent nécessairement celui des autres actifs incorporels dans la mesure où la principale question à laquelle ils répondent est celle de la frontière entre les immatériels. Les situations les plus fréquentes auxquelles nous

sommes confrontés concernent la mise à disposition d'une marque par son propriétaire à des filiales et le transfert de la marque d'une entité à une autre.

La mise à disposition d'une marque par son propriétaire à des filiales

La question centrale est alors celle du choix du taux de redevance. Quand il est possible d'identifier des contrats de licence concernant des marques appartenant au même secteur, la solution paraît aisée. Cette facilité n'est toutefois souvent qu'apparente car la sensibilité du résultat au taux de redevance est très forte et qu'il existe peu de marques faisant l'objet de contrats de licence entre sociétés indépendantes et pour lesquelles les conditions de licence sont publiques. La distinction entre la marque et le concept est, par ailleurs, délicate dans la mesure où la notoriété et l'image d'une marque s'appuient souvent sur les caractéristiques du concept : des couleurs, un mode de distribution, un choix d'articles...

LES POINTS CLÉS

- La première question à poser pour fixer un taux de redevance est celle du rôle de la marque et des contributions relatives du propriétaire de la marque et de son exploitant.
- La matrice de partage est une application pratique de l'analyse fonctionnelle préconisée par l'OCDE. Elle permet d'analyser le contenu économique des transferts et de justifier les solutions retenues lorsqu'elles sont discutées par les administrations fiscales.

De plus, l'exploitation d'une marque ne justifie l'application d'un taux de redevance que si elle apporte à l'utilisateur une image et une notoriété. Or, peu de marques sont dans cette situation quand on les implante dans un nouveau pays. Ainsi, la première question à poser pour fixer un taux de redevance est donc celle du rôle de la marque et des contributions relatives du propriétaire de la marque et de son exploitant. L'approche que nous proposons pour répondre à cette question est résumée dans ce que nous appelons la matrice de partage. Les colonnes de cette matrice présentent les facteurs clés de succès du marché ainsi que leur importance relative. Les lignes recensent les différents actifs incorporels exploités par le « centre » et par les structures « locales ». Chaque case de la matrice correspond au rôle de chaque actif incorporel dans la réalisation de chaque facteur clés de succès. La part de la marque dans la création de valeur s'obtient en multipliant le rôle de la marque pour chaque facteur clé de succès par

le poids du facteur considéré. Cette part peut alors être appliquée au résultat disponible pour rémunérer l'ensemble des actifs incorporels, définis comme la différence entre le résultat d'exploitation net d'impôts et rémunérations des actifs corporels et

« Ces transferts sont à l'origine de nombreux contentieux avec les administrations fiscales locales »

du besoin en fonds de roulement. Le schéma ci-dessous présente de manière simplifiée le cas d'une marque d'enseigne de coiffure qui souhaiterait s'implanter au Brésil et qui avait besoin d'un outil de négociation avec un partenaire local. L'étude montre que l'enseigne peut bénéficier d'environ 60 % de la création de valeur pour l'ensemble des actifs incorporels qu'elle mettrait à la disposition du partenaire, dont 25 % pour la marque et le concept, considérés comme indissociables.

Le transfert de la marque d'une entité à une autre

Le passage du taux de redevance à la valeur d'une marque s'obtient en appliquant ce taux

aux prévisions d'activité actualisées avec un taux adéquat. Dans certains cas, toutefois, le transfert ne concerne pas seulement la marque, mais aussi un certain nombre de services relatifs à la protection de la marque, à son développement ou encore à sa communication. L'outil que nous utilisons permet de valoriser les actifs transférés à partir d'une approche de type « but for » appliquée en matière de litige. Cette méthode revient à comparer les situations avant et après le transfert. Pour appréhender l'existence d'une plage de négociation, les calculs peuvent être réalisés du point de vue du cédant et du point de vue du cessionnaire.

Conclusion

La détermination d'un taux de redevance doit s'appuyer sur l'analyse précise de la répartition des services rendus par l'entité locale distributive et par l'entité globale propriétaire ainsi que par les risques respectifs supportés par ces deux entités. Les outils présentés et notamment la matrice de partage apportent une réponse pratique aux questions de définition, d'affectation des résultats entre entités locales et globales et d'évaluation que soulèvent les prix de transfert relatifs aux incorporels.

Facteurs clés de succès	Notoriété	Qualité de la prestation	Emplacement	Total
Poids	30%	50%	20%	100%
Marque + concept	50%	20%	0%	25%
SF technique, marketing, commercial	10%	60%	10%	35%
Total Enseigne	60%	80%	10%	60%
SF commercial/réseau	40%	20%	90%	40%
Total partenaire	40%	20%	90%	40%
Total Général	100%	100%	100%	100%

SF : savoir-faire

En juin 2012, l'OCDE a publié un appel aux commentaires sur un projet de rapport portant sur ces questions. Les réponses du public ont été publiées en septembre 2012 et un document de l'OCDE est attendu pour 2013.

Ch. M. Nussenbaum - brand valuation : how to estimate the respective value of brands and trade mark ? OCDE - meeting on transfers pricing aspects of intangibles - working party no 6 of the Committee on fiscal affairs - Paris 7-9 novembre 2011).

Ch. Principes de l'OCDE en matière de prix de transfert - Chap. 7 - juillet 2010.

Par Hubert
de La Bruslerie,
Professeur à l'Université
Paris Dauphine,

et Alain Martin,
Commissaire aux comptes,
Président de la CNIDeca

Pour une évaluation fiscale des entreprises enfin pacifiée

Si les méthodes d'évaluation se projetant dans le futur sont proscrites, à tout le moins on pourrait demander à l'administration fiscale de ne pas privilégier systématiquement le passé... et de regarder le présent.

Très récemment, le ministère des Finances a annoncé son souhait de refonder les modalités du contrôle fiscal des entreprises et de développer une relation de confiance.

Pourquoi ne pas aller plus loin en refondant aussi les modalités d'évaluation des entreprises en cas de contrôle fiscal ? L'évaluation fiscale des entreprises est une épine constante dans les relations entre les dirigeants d'entreprise et les évaluateurs, d'une part, et le fisc, d'autre part. Le caractère contradictoire de l'évaluation prévu par le Livre de procédures fiscales ne doit pas être que formel. Dans une vraie rhétorique des arguments, il y a une égalité des rhéteurs. Chacun peut mettre en cause et doit pouvoir défendre les outils et les méthodes utilisées.

Cependant, les évaluateurs doivent reconnaître l'existence de principes juridiques qui empêchent le fisc de prendre l'avenir en considération. L'avenir renvoie à une conjecture d'événements postérieurs au fait générateur de l'impôt et donc n'a pas à intervenir dans l'évaluation fiscale. C'est évidemment regrettable lorsqu'il s'agit d'évaluer une entreprise.

Pour progresser, il faut clarifier une liste de points techniques qui sont le terreau de divergences sempiternelles et de points d'incompréhension inutiles. Essayons d'en identifier quelques-uns.

- La valeur de l'entreprise peut être différente de la valeur des participations des actionnaires. Il y a des retraitements selon les structures de pouvoir, les contraintes contractuelles, ou des contraintes non contractuelles dont la plus importante est l'illiquidité des titres.

- Comment mieux intégrer les perspectives futures dans l'évaluation fiscale de l'entreprise ? Ce sujet est difficile ; est-ce pour autant qu'il faut l'abandonner ?

- Les taux d'actualisation appliqués pour la valeur des bénéfices (ou valeur de productivité selon les termes du fisc) doivent pouvoir être débattus. Il faut aller jusqu'au terme du raisonnement de valorisation financière. Pourquoi pratiquer une diminution du taux sans risque en appliquant un coefficient d'érosion monétaire arbitraire alors que le principe de cohérence conduit à retenir un taux d'actualisation non déflaté ?

- Le coefficient bêta est un concept partagé. Peut-on néanmoins ne retenir que des bêtas entre 0,3 et 1,5 ? L'évaluation des capitaux propres s'effectue sur des entreprises endettées, les secteurs bougent et il faut admettre que les bêtas puissent, dans certains cas, être bien supérieurs.

- Si les méthodes d'évaluation se projetant dans le futur sont proscrites, à tout le moins on pourrait demander à l'administration fiscale de ne pas privilégier systématiquement le passé... et de regarder le présent. Prendre une prime de risque de marché intangible de 5 % au motif qu'elle a été établie sur une moyenne de 87 ans par l'Insee est un argument qui décrédibilise celui qui l'utilise. A tout le moins il faut accepter de se situer dans le présent et il faut faire référence au calcul des taux de rentabilité exigés à la date d'évaluation, ni avant ni après.

- Dans l'analyse de la survaleur, pourquoi le fisc s'obstine-t-il à prendre pour taux de rendement de l'actif net engagé (hors immobilisations incorporelles) le taux sans risque des obligations d'Etat ? Par définition, un investisseur qui acquerrait les fonds

propres d'une entreprise risquée demanderait davantage que le taux des OAT !

- Il faut éviter les pièges de l'approche multicritère. La mise en œuvre d'une évaluation multicritère ne doit pas dériver vers une sorte de ratatouille de chiffres sans fondement. A un moment donné, il se dégage une logique d'évaluation principale qui doit être croisée avec des critères secondaires pour en valider la cohérence.

Le contradictoire doit se concentrer sur l'essentiel, c'est-à-dire un processus rigoureux, balisé et contestable conduisant à une valeur. Chacun peut avoir son appréciation, comme chacun peut privilégier une optique ou une analyse. Il ne faut pas rêver à une convergence absolue entre les parties. Un contrôle fiscal ne sera jamais anodin. L'évaluation des entreprises dans ce contexte doit pouvoir être totalement contestable, c'est-à-dire analysable et démontrable aux yeux d'un tiers départageant qu'est éventuellement le tribunal. Cette contestabilité des méthodes et outils d'évaluation retenus par les uns et les autres est la meilleure garantie du contribuable et la meilleure crédibilité de l'administration fiscale. ■

La mise en œuvre d'une évaluation multicritère ne doit pas dériver vers une sorte de ratatouille de chiffres sans fondement.

DROIT FISCAL

Pourquoi remettre en question ce qui paraît évident ? Polémique sur le traitement fiscal du carried interest

Les dirigeants des fonds d'investissement perçoivent en général deux types de rémunération : 1) une commission annuelle de gestion (management fees) de l'ordre de 2 % du montant du capital engagé ou investi, 2) une partie, environ 20 %, du profit effectivement réalisé par le fonds à sa liquidation (carried interest). En France, la taxation de cet intéressement comme une plus-value est considérée comme étant particulièrement faible par rapport aux gains susceptibles d'être réalisés. Ce système d'imposition a été mis en place à une époque où l'on cherchait à promouvoir un régime fiscal attractif du private equity pour attirer les investisseurs. Cependant avec la crise, le gouvernement a réexaminé la rémunération des managers de fonds et a souhaité voir ces gérants contribuer à la solidarité nationale.

Le projet de loi de finances pour 2013 prévoyait pour ce faire de modifier le régime d'imposition du carried interest en le considérant à compter du 1er janvier 2012 dans la catégorie des traitements et des salaires. Le taux effectif d'imposition aurait atteint ainsi 95 %¹.

Suite aux contestations des managers de fonds, le gouvernement a finalement renoncé à son projet et a décidé de maintenir le régime fiscal en vigueur. Ces parts de carried interest sont finalement maintenues dans la catégorie des plus-values sous réserve du respect des conditions de délais de détention et d'investissement minimal dans le capital.

Aux Etats-Unis, la polémique est la même. Le budget 2014 présenté par le président Obama et visant une réduction des déficits, propose l'augmentation de l'impôt exigé sur le carried interest. L'administration fiscale américaine souhaite imposer le carried interest comme un revenu ordinaire et non plus comme une plus-value, selon l'argument que les dirigeants de fonds reçoivent le carried interest en plus de leur rémunération pour leur mission de gestion du fonds. Cet argument est totalement contestable. En effet, le fait de s'appuyer sur les caractéristiques propres au bénéficiaire pour déterminer le traitement fiscal le plus approprié peut être utilisé pour justifier que le carried interest est aussi bien un revenu ordinaire qu'un gain en capital, car les gestionnaires du fonds sont à la fois des prestataires de service qui gèrent le portefeuille du fonds et des investisseurs qui appor-

tent à titre personnel, des montants non négligeables au capital du fonds.

Alors comment peut-on déterminer la nature fiscale du carried interest ?

Pour répondre à cette question, il faut plutôt examiner l'instrument financier lui-même et non pas son bénéficiaire. Il existe à cet égard deux modes d'analyse.

Selon l'approche du prêt sans garantie, le bénéficiaire du carried interest peut être assimilé à une personne qui emprunte l'équivalent de 20 % du capital du fonds auprès des investisseurs et décide à son tour de les placer dans le fonds qu'il gère. A la liquidation du fonds, il rembourse son emprunt aux investisseurs, majoré par des intérêts équivalant au taux minimal exigé (hurdle rate) et récupère sa part des gains de placement qui correspond à 20 % des profits du fonds, ce n'est autre que le carried interest. L'inconvénient de cette hypothèse, c'est qu'elle néglige la prise de risque du bénéficiaire en cas d'échec du projet.

La deuxième approche, plus pertinente, consiste à assimiler le carried interest à une option sur 20 % de la plus-value effectivement dégagée sur chaque opération ou sur tout le portefeuille du fonds s'exerçant à l'échéance des investissements au-delà d'un taux de plus-value (hurdle rate). En effet, le bénéficiaire de cette option se voit accorder gratuitement le droit, et non l'obligation, de recevoir 20 % des profits du fonds avec une réelle prise de risque. Il s'agit d'une option dont le sous-jacent est le portefeuille du fonds, et le prix d'exercice est le capital engagé majoré par le rendement minimal exigé par les investisseurs. Cette assimilation présente en plus un avantage considérable, puisqu'elle permet d'estimer la juste valeur du carried interest en utilisant les modèles d'évaluation des options. Mais ceci suppose que le bénéficiaire effectue une vraie prise de risque en investissant la juste valeur de l'option considérée pour échapper à la critique, qui a pu être justifiée dans certains cas, d'avoir bénéficié d'un avantage disproportionné par rapport à l'investissement.

A la lumière de ces deux approches, seule la prise de risque permet de justifier que le carried interest ne puisse être qu'un gain en capital dont le traitement fiscal le plus approprié est celui des plus-values.



Par Dorra Najjar,
docteur de
l'université Paris
Dauphine,
enseignant-
chercheur de finance
Ipag Business
School,



**et Maurice
Nussenbaum,**
professeur de
finance
université Paris
Dauphine, Président
de Sorgem
Evaluation

1. Ce taux se décompose comme suit : 20 % dû par la société de gestion comme forfait social ; 45 % le taux marginal de l'impôt sur le revenu selon le barème progressif ; 4 % la contribution sur les hauts revenus ; 8 % les contributions sociales sur les revenus d'activité ; 18 % de prélèvement exceptionnel.

252 Cinq années d'application du guide fiscal de l'évaluation des entreprises et des titres de sociétés : bilan et perspectives

Thierry SAINT-BONNET,
expert près la cour d'appel de Paris



1 - En novembre 2006, la DGI, devenue depuis le DGFIP, a publié un guide sur l'évaluation des entreprises et des droits sociaux.

Nous avons salué, en son temps, cette publication¹.

Un peu plus de cinq années se sont écoulées et il apparaît opportun de faire un premier bilan de l'application du guide, principalement dans le contexte des PME.

Par ailleurs, un certain nombre de manifestations se sont tenues à la fin de l'année dernière et ont porté sur l'évaluation « fiscale » des titres des sociétés².

Ces conférences ont mis en exergue, comme il fallait s'y attendre, les points de divergence entre les méthodes adoptées par les professionnels du chiffre et du droit et celles utilisées par l'Administration figurant dans le guide 2006 de la DGFIP. Malgré l'objectif commun de parvenir à « un juste prix », force est de constater que le raisonnement et la pratique de chacun continuent de diverger.

Les échanges ont parfois été vifs, mais de bon niveau et parfois non dénués de teinte d'humour, grâce aux qualités d'animation des modérateurs dans un domaine quelque peu aride pour les non-initiés.

En préambule, les intervenants ont rappelé qu'il n'existait pas de « valorisation fiscale » spécifique et que les contribuables et le fisc devaient s'accorder sur une valeur acceptable, sauf à recourir aux tribunaux.

1. Deux philosophies, deux approches différentes

2 - Les praticiens mettent en œuvre une pratique de place³ : la méthodologie est axée sur le temps court. Les professionnels utilisent des taux et multiples correspondant à la réalité du marché.

Les méthodes sont le plus souvent prospectives, basées sur le *discounted cash flow* (DCF, que l'on peut traduire en français par « flux de trésorerie actualisés ») ou les méthodes analogiques (transactions comparables, multiples de sociétés cotées).

Les praticiens procèdent à une analyse multicritères et justifient les méthodes retenues et celles qui sont écartées.

De surcroît, l'application de primes et décotes – sans usage excessif – tenant compte de la situation des détenteurs des titres permet de parvenir à la valeur unitaire.

3 - L'administration fiscale applique des règles fixées par la jurisprudence et par sa propre doctrine : les experts y voient un risque de consanguinité. En effet, la DGFIP publie des orientations qui vont dans le sens de la jurisprudence et celle-ci se nourrit de la doctrine administrative.

Or, la pratique administrative, basée sur le temps long, est déconnectée du marché. L'évolution de la pratique n'est pas prise en compte, or c'est le corps sociétal qui fait le plus souvent avancer les débats.

Par ailleurs, l'Administration privilégie trop souvent la valeur mathématique au détriment de méthodes dynamiques, si toutefois la méthode de comparaison n'est pas possible, ou non pertinente.

Enfin, la jurisprudence et la loi limitent les possibilités de tenir compte des événements futurs.

1 - *Option Finance* n° 958, 3 déc. 2007.

2 - Troisième journée annuelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC) du 13 novembre 2012, « L'évaluation dans les PME », table ronde sur l'évaluation des PME du point de vue de l'administration fiscale. – Journée annuelle du Club fiscal de l'Ordre des experts-comptables (OEC) du 27 novembre 2012, table ronde sur « L'évaluation des biens et des entreprises = impacts fiscaux » – Convention annuelle de la Compagnie des conseils et experts financiers (CCEF) du 30 novembre 2012, table ronde sur l'« Approche comparée de la démarche d'évaluation par l'administration fiscale et les experts » – Conférence de l'Institut des avocats conseils fiscaux (IACF) du 10 décembre 2012 « Les cessions de titres réalisées par les entreprises », table ronde sur la détermination de la valeur des titres. – Les actes des conférences seront prochainement disponibles auprès de la CNCC et de l'IACF.

3 - Aux institutions précédemment citées, il faut ajouter, sans que la liste soit limitative en matière de titres non cotés : la Société française des évaluateurs (SFEV), l'Association des experts en évaluation d'entreprises (A3E), les compagnies d'experts de justice (experts-comptables, finance et diagnostic, gestion d'entreprise, etc.). On constate en pratique une convergence sur les choix des méthodes de la part de ces associations et de leurs membres.

4 - À ce stade, il faut souligner la différence conceptuelle entre l'analyse multicritères des praticiens et la combinaison de méthodes, le plus souvent assortie d'une moyenne, pondérée ou non, des résultats obtenus de l'Administration : de même, les coefficients de pondération utilisés par cette dernière (selon la taille, l'activité et le pouvoir) sont, dans un premier temps, préférés à une utilisation des primes ou décotes adaptées aux différentes situations. Or, le nombre de combinaisons possible étant supérieur à vingt, le choix final de l'évaluation fiscale ressort souvent de l'arbitraire.

En effet, les inspecteurs des impôts n'ont pas toujours le savoir et le savoir-faire des spécialistes de l'évaluation des entreprises. Ils manquent également de l'indépendance nécessaire pour réaliser ce genre d'exercice⁴.

2. Les avancées du guide de 2006

5 - Le précédent guide de l'évaluation datait de 1982 – et de l'instauration de l'IGF : il était donc nécessaire de procéder à un certain nombre d'adaptations et de moderniser les méthodes d'évaluation utilisées par les vérificateurs⁵.

Au-delà des actualisations techniques indispensables, la nouvelle édition du guide, qui avait fait l'objet d'une consultation préalable auprès des institutions professionnelles, insiste sur une exigence fondamentale : celle de faire reposer l'analyse approfondie et individualisée de toute entreprise à évaluer sur un échange contradictoire avec le contribuable. Le guide devait aussi constituer un outil de communication entre l'Administration et les usagers et laisser une place au dialogue.

6 - Le guide précise qu'il reprend pour l'essentiel, la démarche des praticiens et intègre désormais la méthode des DCF comme approche de cohérence, mais non comme méthode principale. Il s'agit ici d'une contradiction, car la méthode des DCF est souvent la méthode privilégiée par les praticiens.

7 - On note également un nouveau mode du taux de capitalisation pour la détermination de la valeur de productivité (capitalisation à l'infini du bénéfice réputé récurrent⁶).

De même, la valorisation de l'entreprise par un multiple du résultat d'exploitation ou de l'excédent brut d'exploitation est suggérée, ce qui est une ouverture vers l'utilisation des méthodes analogiques (sous réserve d'un traitement correct de l'endettement net).

8 - Naturellement, et à juste titre, la comparaison des valeurs avec celles constatées lors de cessions antérieures et pertinentes de titres de la même société, reste privilégiée.

Cependant, en matière de titres non cotés, de telles comparaisons sont souvent difficiles, faute de cessions vraiment comparables ou d'informations suffisantes.

La jurisprudence, et par conséquent le guide de la DGFIP, valident donc l'utilisation de méthodes spécifiques souvent combinées avec une double approche, à la fois patrimoniale et tenant compte de la rentabilité de l'entreprise.

3. Les divergences subsistantes

9 - On peut tout d'abord s'étonner que l'Administration conserve un vocabulaire différent de celui de la majeure partie des praticiens.

Elle ne contribue pas ainsi à uniformiser la démarche d'évaluation alors qu'elle reproche par ailleurs aux experts de dépendre de plusieurs écoles.

Les exemples suivants illustrent le propos :

Guide de l'évaluation	Praticiens
Valeur mathématique (VM)	Actif net réévalué (ANR)
Valeur de productivité (VP)	Capitalisation d'un résultat normatif
Valeur de rendement	Capitalisation du dividende
Valeur des capitaux engagés	Valeur d'entreprise
Valeur des titres de la société évaluée	Valeur des fonds propres

10 - La prépondérance injustifiée de la valeur mathématique. Le guide de la DGFIP donne à la valeur mathématique une importance inversement proportionnelle à la méthodologie mise en œuvre par les experts.

Le guide consacre onze pages à la valeur mathématique et... onze pages à l'ensemble des autres méthodes, observation faite que la méthode du multiple de la marge brute d'autofinancement (MBA) et la méthode de la survaleur (rente du *goodwill*) sont quasiment tombées en désuétude.

En pratique, les propositions de rectification débutent toujours par le développement de la valeur mathématique et son application au cas d'espèce, ce qui est un contresens économique, notamment pour la détermination des valeurs incorporelles. En effet, si un *goodwill* existe – ce qui est souhaitable –, il faut le démontrer par la rentabilité de l'entreprise et non par un postulat.

Il n'est pas question dans ce propos de dénuier tout intérêt à la méthode de l'actif net réévalué, surtout dans les PME, mais on peut constater que d'éminents praticiens n'évoquent cette méthodologie que pour l'évaluation des sociétés holdings ou patrimoniales⁷.

En effet, les professionnels de l'évaluation relèvent souvent dans l'emploi de cette méthode les objections suivantes.

11 - L'actif net comptable (corrige ou non) : une approximation mal adaptée de la valeur d'une entreprise⁸. L'actif net comptable est avant tout une notion comptable et juridique sans signification économique, une mesure qui peut être remise en cause de surcroît par un changement de normes.

De manière générale, les approches patrimoniales ne s'appliquent bien qu'aux sociétés de détention et aux contextes liquidatifs. Hors liquidation, la difficulté réside alors dans l'évaluation en valeur de marché des principaux actifs (foncier, immobilier, titres de participation) et passifs. Utiliser l'actif net reviendrait à supposer un arrêt de l'exploitation et à s'interroger sur les valeurs liquidatives nettes de frais.

Quelques observations pour illustrer le propos : une activité industrielle aura le plus souvent une rentabilité assez faible, mais des capitaux propres importants. En revanche, une société de conseil aura une forte rentabilité, mais des capitaux propres peu élevés. Si on observe le *Price to Book* des sociétés du CAC 40, on relève qu'il est très dispersé, entre 0,5 et 3,5. Les capitaux propres comptables ne sont donc pas considérés comme un repère de marché par les investisseurs.

12 - La circonspection persistante vis-à-vis des DCF et son ambiguïté. Les contraintes légales et jurisprudentielles exigent que l'impôt soit liquidé sur la base des éléments existant à la date du fait générateur. L'utilisation des données rétrospectives est ainsi privilégiée.

4. Pour un exemple pratique, on se reportera aux articles 145 et 146 du Code de déontologie des experts-comptables.

5. Qui avaient fait l'objet de vives critiques à l'époque du CNPF, ce qui n'était pas une surprise, mais aussi des praticiens et des universitaires.

6. V. notamment, S. Bonnet-Bernard, *RFC* oct. 2012, n° 458, article qui expose les méthodes d'évaluation utilisées actuellement par les praticiens.

7. V. notamment, M.-F. Pansier et P. Prieau, *SIC* sept. 2011, n° 299.

giee. En revanche, les données prospectives sont utilisées avec réticence. Il est évident que les premières sont d'utilisation plus facile.

À la réflexion, ce positionnement en apparence intransigeant, est en contradiction avec les préconisations suivantes du guide et de la jurisprudence :

- prendre en compte les perspectives d'avenir, les éléments en germe à la date du fait générateur ;
- utiliser la méthode du goodwill ;
- capitaliser à l'infini un résultat réputé normatif.

Certes, les vérificateurs ne peuvent mettre en œuvre directement une technique fondée sur l'actualisation des flux futurs de trésorerie, car ils ne peuvent interférer dans les *business plans*, mais cette méthode universellement reconnue (par le fisc américain notamment), est également pratiquée par les professionnels chargés légalement de contrôler les valeurs d'apport ou celles retenues dans les fusions (commissaires aux apports, commissaires à la fusion).

En tout état de cause, se faire une opinion sur des états prévisionnels et leur cohérence ne demande pas des connaissances techniques hors de portée de ceux qui sont chargés de contrôler les évaluations.

En outre, la méthode des DCF est recommandée et utilisée dans une très grande majorité des cas (AMF, normalisateurs comptables nationaux et internationaux).

13 - L'Administration paraît démunie en matière d'évaluation des actifs incorporels. Le guide recourt à la méthode de la survalueur, qui est très critiquée par la pratique. De surcroît, pour le commerce de gros et les fonds d'industrie, l'Administration reprend, pour l'essentiel, la méthodologie exprimée il y a quarante ans dans l'ouvrage de Pierre Souchon⁹.

Enfin, le guide est silencieux sur l'évaluation des valeurs incorporelles des entreprises de services.

14 - Les autres points d'achoppement :

- le guide de la DGFIP affirme que la majorité des praticiens déflate le taux de base servant à capitaliser les résultats de référence ; ceci est inexact, cela n'est pas la pratique des professionnels et cette mesure de « simplification » conduit pour un différentiel de 1 % dans les taux à une hausse mécanique des valeurs de 10 à 15 % ;

- les retraitements économiques sont difficiles à faire accepter (loyers, rémunérations, etc.), car leur montant « normal » est difficile à apprécier dans le cas des contrôles fiscaux et des autres préoccupations des vérificateurs ;

- contrairement aux praticiens, l'Administration est réticente à l'emploi de multiples de source extérieure à l'entreprise (méthodes analogiques) ;

- la détermination de la prime de risque permettant d'actualiser ou de capitaliser les résultats est toujours conflictuelle, l'Administration se révélant toujours trop conservatrice par rapport aux données du marché et à la volatilité constatée.

4. Les discussions et les négociations lors des contrôles fiscaux

15 - Sur le terrain, on constate des divergences importantes, mais finalement il existe assez peu de contentieux portés devant les tribunaux. Cette situation paradoxale mérite quelques explications.

D'abord, le contribuable a toujours la crainte de s'engager dans un contentieux long, incertain et coûteux. Il est donc enclin à trouver un accord.

Ensuite, le dialogue qui a débute entre le vérificateur, le contribuable et ses conseils, se poursuit après la réception de la proposition

de rectification : recours hiérarchiques, saisine de la commission départementale compétente.

En outre, le guide de la DGFIP autorise un meilleur dialogue entre les contrôleurs et les contribuables. Il a le mérite d'exister et permet une approche pragmatique de la valorisation des entreprises et des droits sociaux.

Enfin, l'utilisation de décotes (et en sens inverse de primes), qui en théorie devrait être assez limitée en raison de l'incidence de la combinaison des méthodes sensée prendre en compte la taille de l'entreprise, son activité et le pouvoir du paquet de titres détenus, est souvent retenue pour obtenir des valeurs raisonnables à la fois pour l'Administration et le contribuable.

Ces décotes agissent comme un correctif nécessaire à l'utilisation de taux souvent déconnectés du marché qui font artificiellement monter les valeurs. Le guide commente de ce fait les principales décotes (minorité, taille, liquidité, etc.) et la jurisprudence accepte souvent l'application de celles-ci en fonction des situations spécifiques.

À cet égard, on soulignera que la pratique actuelle des experts est plus réservée sur l'emploi des décotes¹⁰, mais en revanche, ils appliquent des taux d'actualisation réalistes constatés sur le marché.

5. Perspectives

16 - Tout le monde s'accorde pour considérer que des progrès ont été réalisés dans le dialogue entre les vérificateurs et les entreprises, notamment grâce à la publication du guide de l'évaluation, fin 2006.

La méthodologie apparaît toutefois un peu dépassée sur le plan technique.

Les évaluateurs se dotent d'organismes normatifs (l'IVSC, au plan international et la Fédération française des experts en évaluation, au plan national) chargés de promouvoir des normes et de les faire appliquer par les professionnels, membres de ces institutions ou de leurs représentants.

Dans la mesure où il n'existe pas d'évaluation « fiscale » spécifique, ce mouvement devrait conduire l'Administration à se rapprocher davantage de la pratique des professionnels. À terme, celle-ci pourra de moins en moins prétendre qu'il existe des chapelles divergentes au sein des évaluateurs.

Il va de soi que si l'évaluation devient une profession et non plus une activité accessoire, les agents de l'Administration devront avoir une meilleure connaissance des techniques actuellement pratiquées par les experts financiers.

Dans le cadre d'un meilleur dialogue, on pourrait aussi envisager le recours à la médiation et à l'expertise. La possibilité de faire appel à un expert a d'ailleurs été prévue par la loi de finances rectificative pour 2007¹¹, mais les commentaires de l'Administration prévus et annoncés pour la mise en œuvre de ce dispositif n'ont pas été publiés.

Enfin, les échanges entre les participants aux différentes manifestations de la fin de l'année 2012 permettent d'envisager l'instauration d'un groupe de réflexion réunissant l'Administration et les praticiens.

En étant raisonnablement optimiste, on peut croire à une mise à jour (prochaine ?) du guide de l'évaluation dans une version plus consensuelle et plus réaliste sur le plan économique.

MOTS-CLÉS : Évaluation des biens - Entreprises et titres de sociétés - Guide fiscal de l'évaluation de 2006 - Bilan de cinq années d'application et perspectives

⁹ P. Souchon, *L'évaluation des titres non cotés en bourse* - Librairie du journal des notaires et des avocats (Éditeur scientifique), 1974.

¹⁰ J.-L. Mullenbach, *Les décotes ont trop la cote*, *Option Finance* n° 1192, 15 oct. 2012.

¹¹ L. fin. rect. 2007, n° 2007-1824, 25 dec. 2007, art. 17 - Dr. fis. 2008, n° 6, comm. 164.

Sociétés

522 Évaluation de droits sociaux : application de la seule méthode mathématique en cas de précarité de l'existence du fonds (oui en l'espèce)

Compte tenu de la situation de précarité de l'existence du fonds et du pouvoir attaché aux titres, en l'espèce seule la méthode mathématique ou patrimoniale permettait d'évaluer la valeur des titres de la société non cotée faisant l'objet de la cession.

Cass. com. 6 nov. 2012, n° 11-25 373, F.O. M. Colonna, note Th. Saint-Bonnet, *JurisData* n° 2612-028683.

Sur le premier moyen :

• Attendu selon l'arrêt attaqué (Bastia, du 11 mai 2011), qu'à la suite de la cession par M. Majoli de ses parts de la société SETA à M. Colonna, la direction des services fiscaux de la Corse du Sud a contesté l'évaluation de la valeur de ces parts contenue dans l'acte de cession et a procédé à un rappel de droits d'enregistrement que M. Colonna a contesté ; que cette contestation ayant été rejetée, M. Colonna a saisi le tribunal :

• Attendu que le directeur général des finances publiques fait grief à l'arrêt d'avoir infirmé le jugement et déchargé partiellement M. Colonna des droits d'enregistrement mis à sa charge, alors, selon le moyen, qu'il résulte des dispositions combinées des articles 666 du Code général des impôts (CGI) et L. 17 du Livre des procédures fiscales (LPF) qu'en dehors des cas où le législateur a fixé des bases d'évaluation, la valeur à retenir pour la liquidation des droits d'enregistrement est la valeur vénale réelle des biens appréciée au jour du fait générateur de l'imposition ; que s'agissant des titres non cotés, il est de jurisprudence constante que la valeur vénale desdits titres doit être appréciée en tenant compte de tous les éléments dont l'ensemble permet d'obtenir un chiffre aussi proche que possible de celui qu'aurait entraîné le jeu de l'offre et de la demande ; que la valeur vénale des titres non cotés peut ainsi s'établir non seulement par comparaison avec des cessions similaires, mais également par combinaison de plusieurs méthodes pertinentes, telles que la valeur mathématique ou encore la valeur de rendement à condition de s'approcher au mieux de la valeur du marché ; qu'il incombe dès lors à l'Administration de choisir la méthode la plus appropriée, afin d'obtenir une évaluation aussi proche que possible de celle du marché ; qu'il appartient ensuite aux juges du fond d'apprécier la pertinence de la méthode retenue, après une analyse concrète des éléments de faits produits par les parties ; qu'en l'espèce, l'Administration a remis en cause la valeur des titres de la Société d'exploitation touristique d'Abbatello (SETA) qui avait été retenue lors de la cession de droits sociaux du 6 mai 2003 ; que lors de cette procédure, le service a évalué les titres selon une combinaison de méthodes pertinentes, afin d'obtenir une valeur des titres aussi proche que possible de la valeur du marché ; qu'en ne retenant pour fixer la valeur des parts, que la seule valeur mathématique, la cour d'appel a violé l'article L. 17 du Livre des procédures fiscales ;

• Mais attendu que l'arrêt relève que la société SETA était liée à M^{me} Colonna par un contrat de location-gérance d'une durée d'un an renouvelable par tacite reconduction et que le pouvoir de décision quant à son non-renouvellement était détenu par elle seule, de sorte que les parts sociales détenues par M. Majoli n'avaient sur le marché qu'une valeur théorique, qu'il ajoute qu'à l'exclusion de la valeur mathématique ou patrimoniale, les autres approches ne traduisent pas la réalité de la précarité de l'existence du fonds et du pouvoir attaché aux titres eu égard à la situation, et doivent donc être écartées, qu'en

l'état de ces constatations et appréciations, la cour d'appel a pu statuer comme elle a fait ; que le moyen n'est pas fondé ;

• Et attendu que le second moyen ne serait pas de nature à permettre l'admission du pourvoi ;

Par ces motifs, rejette le pourvoi.

NOTE

1 – Devant la nécessité de tenir compte de tous les éléments dont l'ensemble permet une évaluation aussi proche que possible de celle qu'aurait déterminée le jeu de l'offre et de la demande, l'Administration avait évalué les parts sociales d'une société selon une combinaison de méthodes afin de satisfaire l'approche multicritères préconisée par la jurisprudence de la Cour de cassation.

Le présent arrêt, qui ne sera pas publié au Bulletin, revêt donc une importance relative et a d'ailleurs été peu commenté (V. *RJF* 2/2013, n° 227), mais il n'est cependant pas dénué d'intérêt.

2 – À la suite de la cession par M. Majoli de ses parts de la société SETA, par acte du 6 mai 2003, enregistré le 4 décembre 2003, à M. Colonna, l'Administration a contesté l'évaluation de la valeur des parts contenue dans l'acte de cession et a procédé à un rappel de droits d'enregistrement que M. Colonna a contesté.

Cette contestation ayant été rejetée, M. Colonna a fait appel. La cour d'appel de Bastia a infirmé le jugement et déchargé partiellement M. Colonna du complément de droits d'enregistrement mis à sa charge.

L'Administration a formé un pourvoi qui a fait l'objet du présent arrêt.

3 – L'Administration prétendait appliquer l'approche multicritères imposée en principe par la Cour de cassation et reposant sur une combinaison de plusieurs méthodes pertinentes, telles que la valeur mathématique ou encore la valeur de rendement à condition de s'approcher au mieux de la valeur du marché.

Cette méthodologie doit être mise en œuvre lorsque la méthode par comparaison n'est pas possible.

4 – La société SETA était liée, par un contrat de location-gérance d'une durée d'un an renouvelable par tacite reconduction, à M^{me} Colonna, propriétaire du fonds de commerce, gérante de la société et détentrice de la moitié des parts sociales. Le pouvoir de décision quant au non-renouvellement du contrat était détenu par elle seule, de sorte que les parts sociales détenues par M. Majoli n'avaient, sur le marché, qu'une valeur théorique.

Cette valeur purement théorique est traduite par l'acte même de cession dont la sincérité n'a pas été mise en cause et qui évaluait les titres à 60 000 €, mais fixait un prix de 3 811,23 €, soit en réalité non la valeur mathématique (non connue), mais la valeur nominale, puisque la société avait un capital social de 7 622,45 €.

5 – Il importait peu que le résultat de la cession eût eu pour conséquence la prise de contrôle de la société d'exploitation par un groupe familial (la mère et le fils), à supposer que cette notion correspondait à

une réalité juridique ou même sociale ou que le contrat de location-gérance ait été renouvelé à plusieurs reprises après la cession, puisqu'il s'agissait de conséquences et de circonstances postérieures à la situation ayant entraîné la cession.

6 – À ce stade de l'analyse, une certitude s'imposait, qui était celle du caractère précaire du fonds et de la valeur des parts sociales.

Dès lors, à l'exclusion de la valeur mathématique ou patrimoniale dont le calcul ne pouvait être l'objet de discussion, les autres approches qui ne traduisaient pas la réalité de la précarité de l'existence du fonds et même d'ailleurs du pouvoir attaché aux titres en regard à la situation, devaient être écartées.

Il convient sur ce point de souligner que selon l'Administration, la valorisation de la part sociale à 1 000 € correspondait à la situation dans laquelle la société était propriétaire du fonds de commerce qu'elle exploitait, or proposer la somme de 344 € conduisait à considérer que la valeur du fonds de commerce locataire-gerant pour une année renouvelable ou non, valait plus de la moitié du fonds donné en location, ce qui ne correspondait à aucune logique économique du marché.

Il apparaissait ainsi que la méthode mathématique devait en définitive être retenue, ce qui déterminait une valeur unitaire de 389 €. Il y avait donc lieu de dire que la valeur des 250 titres transmis dans l'acte de cession du 6 mai 2003, était de $389 \times 250 = 97\,250$ €.

7 – En somme :

- l'Administration prétendait appliquer la méthode multicritères imposée en principe par la Cour de cassation, pour les cessions de titres de sociétés non cotées, lorsque la méthode par comparaison est impossible (Cass. com., 7 juill. 2009, n° 08-14.855, F-D. DGFIP et Zern : *JurisData* n° 2009-049195 ; Dr. fisc. 2009, n° 37, comm. 463, note R. Poirier ; RJE 12/2009, n° 1173), d'où résultait une valeur très supérieure à celle revendiquée par le cessionnaire ;

- la Cour de cassation ne détermine pas elle-même les méthodes pertinentes, qui peuvent varier selon les situations et les caractères des biens ;

- en l'espèce, la valeur des parts sociales était affectée par la précarité du droit d'exploitation du fonds de commerce, au point que seule la valeur mathématique avait un sens. La Cour de cassation vérifie que l'appréciation du juge du fond a été concrètement motivée.

L'Administration voit la Cour de cassation confirmer, une fois de plus, que la valeur mathématique ou patrimoniale est la méthode privilégiée lorsque la méthode par comparaison est impossible à appliquer ou non adaptée ;

De leur côté, les évaluateurs sont confortés dans l'application de la recommandation AMF n° 2006-15 publiée le 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

À cet égard, l'Autorité des marchés financiers rappelle qu'une évaluation repose sur une approche multicritères qui comprend la mise en œuvre de méthodes d'évaluation et l'examen de références de valorisation.

Il existe pour l'Autorité des marchés financiers deux familles de méthodes d'évaluation :

- les approches analogiques qui consistent à évaluer une entreprise par référence à des entreprises comparables dont on connaît la valeur, soit parce qu'elles sont cotées, soit parce qu'elles ont fait l'objet d'une transaction récente dont les caractéristiques ont été rendues publiques ;

- les approches intrinsèques qui consistent à déterminer la valeur de l'entreprise à partir des éléments de rentabilité et de risque propres à celles-ci (méthodes des flux de trésorerie, des flux de dividendes et dans certains cas, l'actif net réévalué).

Les références de valorisation complètent l'analyse de l'évaluateur en la confrontant à des indicateurs de valeur qui sont notamment :

- la valeur comptable des actifs ;

- le cours de bourse de la société ;

- les opérations significatives sur les titres de la société faisant l'objet de l'évaluation ;

- les cours-cibles des analystes.

Pour chaque évaluation, l'expert définit en fonction de la pertinence des informations disponibles, la méthode ou les méthodes qui sont les mieux adaptées à la société concernée. L'évaluateur met en œuvre, lorsqu'elles sont pertinentes, les deux familles de méthodes définies ci-dessus. Il confronte les résultats obtenus aux références disponibles et explique clairement la démarche qui l'a conduit à privilégier telle méthode ou référence par rapport à une autre.

L'expert justifie dans ses travaux, en des termes adaptés aux caractéristiques de chaque évaluation, la décision d'exclure toute méthode ou toute référence de valorisation précédemment citée, en exposant, lorsque cela est possible, les résultats auxquels la méthode ou la référence exclue aurait conduit.

8 – La prise en compte de l'analyse de la société à évaluer est également à souligner.

Désormais, depuis la publication du *Guide sur l'évaluation des entreprises et des titres de société* par le service juridique de la DGFIP, en novembre 2006, l'Administration recommande à ses agents de prendre en compte l'analyse de l'entreprise. Elle qualifie celle-ci de démarche préalable essentielle.

Concrètement, afin d'établir l'analyse la plus précise possible, les éléments qui suivent devront être soigneusement examinés :

- éléments intrinsèques à l'entreprise :

- la valeur vénale des éléments de l'actif immobilisé ;

- l'aptitude à produire des bénéfices ;

- les ressources humaines ;

- les risques éventuels liés à une forte dépendance de l'entreprise à son dirigeant ;

- la structure financière ;

- l'endettement ;

- les engagements hors bilan ;

- éléments extérieurs à l'entreprise :

- l'activité ;

- la concurrence dans le secteur ;

- la conjoncture économique générale ;

- les réglementations propres au secteur d'activité ou les contraintes juridiques.

Bien entendu, cette liste des éléments internes ou externes à l'entreprise n'est pas limitative et il convient de déterminer le caractère réel du contexte dans lequel la société évolue.

Il convient également de dégager, à partir des éléments propres à l'entreprise ou extérieurs à celle-ci, en germe à la date du fait générateur, les perspectives d'avenir de l'entreprise, notamment par une étude de l'évolution du chiffre d'affaires et des résultats.

L'Administration souligne en outre que ne devraient être prises en compte que les seules perspectives d'avenir de l'entreprise existant au jour du fait générateur.

Les perspectives qu'un bilan en cours d'élaboration peut aider à appréhender sont certes de nature différente des prévisions sur lesquelles reposent les plans de développement des entreprises permettant aux experts de mettre en œuvre la méthode d'actualisation des flux de trésorerie (DCF). Il n'en demeure pas moins qu'au cas d'espèce, la Cour de cassation retient la précarité du droit d'exploitation du fonds de commerce, au point que seule la valeur mathématique avait un sens, car la société était liée à la propriétaire du fonds par un contrat de location-gérance, non produit lors de l'instruction et dont il a été admis qu'il s'agissait d'un contrat d'un an renouvelable par tacite reconduction. A donc été pris en compte le risque véritable pesant sur la pérennité de l'exploitation du fonds de commerce.

9 - Le contexte de l'arrêt et sa diffusion restreinte ne méritaient peut-être pas un tel développement, mais il s'agissait de souligner, en l'occurrence, que l'Administration et les évaluateurs pouvaient avoir une vision commune des circonstances de l'affaire et de la méthode d'évaluation à retenir. Cette convergence n'est pas la plus fréquente (V. Th. Saint-Bonnet, *Cinq années d'application du guide fiscal de l'évaluation des entreprises et des titres de sociétés : bilan et perspectives* : *Dr. fisc.* 2013, n° 17, 252).

De surcroît, l'arrêt du 6 novembre 2012 est empreint de bon sens, ce qui est toujours agréable à relever pour le commentateur, et tend à

intégrer dans la jurisprudence la méthodologie généralement mise en œuvre par les praticiens. En ce sens, il n'est peut-être pas aussi anodin qu'il paraît en première lecture.

Thierry SAINT-BONNET,
commissaire aux comptes,
expert près la cour d'appel de Paris

MOTS-CLÉS : Évaluation des biens - Titres de sociétés non cotées - Évaluations - Droits sociaux précaires - Méthodes mathématique et patrimoniale (oui) ; méthode multicritère (non)

JURISCLASSEUR : Enregistrement traité, V^e Sociétés, Fasc. 80, G. Laval

PREJUDICES ECONOMIQUES

Rupture brutale de relations commerciales établies : l'évaluation du préjudice

Les indemnités accordées pour rupture abusive de relations commerciales établies ne suivent pas toujours l'analyse économique de l'indemnisation d'un préjudice : la jurisprudence montre en effet que les Juges ne tiennent pas toujours compte de la réalité de la situation économique des victimes après la rupture dans la détermination de la durée du préavis, de la marge et des coûts supplémentaires accordés.



Maurice Nussenbaum, président



Aline Perrin, directeur de mission

SUR LES AUTEURS

Sorgem Evaluation intervient dans le domaine de l'expertise et du conseil sur toutes les problématiques de l'évaluation et de litigation support (notamment évaluation de préjudices). Maurice Nussenbaum, Président de Sorgem Evaluation est professeur de finance à l'Université Paris Dauphine et expert financier agréé par la Cour de cassation. Aline Perrin est directeur de mission Sorgem Evaluation.

L'article L442-6 1.5° stipule qu'est indemnisable le préjudice causé par le fait « de rompre brutalement même partiellement une relation commerciale établie sans préavis en tenant compte de la durée de la relation commerciale établie, sans préavis tenant compte de la durée de la relation commerciale et respectant la durée minimale de préavis déterminée, en référence aux usages du commerce, par les accords interprofessionnels ». Cet article qui fait partie de la Loi Galland et qui était destiné, à l'origine, à protéger les fournisseurs de la grande distribution, est aujourd'hui appliqué dans tous les domaines de l'activité économique et conduit à des indemnisations parfois éloignées de la réalité économique.

La jurisprudence entérine une durée de préavis d'un peu plus d'un mois par année de relations.

Il s'agit d'une durée moyenne mais la corrélation qui existe entre la durée du préavis et la durée des relations montre qu'il s'agit du principal critère pris en compte dans la fixation d'une durée de préavis considéré comme normal

même si d'autres critères peuvent venir modifier cette durée et notamment : le degré de dépendance de la victime, la notoriété de la partie qui a rompu les relations commerciales, la spécificité de l'activité ou la concentration du marché.

Les juges s'appuient donc sur la situation réelle qu'a connue la société victime de la rupture avant celle-ci mais ne prennent pas en compte la situation réelle de la victime après le fait dommageable c'est-à-dire sur la période sur laquelle la victime subit le préjudice. Or un préjudice indemnisable s'apprécie par différence entre la situation normale, c'est-à-dire la situation qu'aurait connue la victime en l'absence de rupture brutale et sa situation réelle, c'est-à-dire la situation qu'elle connaît effectivement après la rupture brutale. La diversité des situations dans lesquelles se trouvent les sociétés victimes de ruptures brutales devrait conduire à apprécier des situations réelles et donc des préjudices très différents d'un cas à l'autre et décorrélés de l'ancienneté de leurs relations passées avec la société à l'origine de la rupture. Une société qui a

su se reconvertir très vite ne subit que peu de préjudice du fait de la brutalité de la rupture même si elle entretenait des relations très anciennes avec son cocontractant. Inversement, une société dont les relations commerciales sont peu anciennes mais qui intervient dans un secteur très spécifique et très concentré aura plus de difficultés à se reconvertir et subira un préjudice sur une durée plus longue que celle du préavis. Pourtant, la jurisprudence ne tient pas réellement compte de la spécificité de chaque situation et peut fixer un montant d'indemnisation très différent du préjudice effectivement subi : l'arrêt de la Cour de cassation du 9 juillet 2013 casse et annule la décision de la cour d'appel en ce qu'elle a considéré que la durée du préavis accordé était suffisante, la victime de la rupture brutale s'étant reconvertie avant la fin du préavis qui lui avait été accordé¹. La décision de la Cour de cassation conduit donc à fixer un préavis allant au-delà de la période qui a été effectivement nécessaire à la victime pour se reconvertir et définit une indemnisation supérieure au préjudice réellement subi.

LES POINTS CLÉS

- La Cour de cassation tend à consacrer le droit à un préavis indépendamment de l'évolution de l'entreprise après la rupture.
- La situation réelle de la société victime après la rupture n'est alors pas prise en compte.
- Les notions de marge entérinée par les tribunaux restent vagues et le terme de marge brute souvent utilisé ne correspond pas à la définition de la marge indemnisable qui doit s'analyser comme le chiffre d'affaires perdu diminué des coûts économisés.
- Seule la brutalité de la rupture est fautive et doit, à ce titre, donner lieu à indemnisation.

Le manque de justification du taux de marge accordé peut conduire à des distorsions avec la perte de marge effectivement subie.

La plupart des jugements et arrêts invoquent la notion de « marge brute » ou marge « semi-brute » sans en expliciter les termes et sans détailler les coûts pris en compte dans leur calcul. En matière de préjudice, est indemnisable la perte de chiffre d'affaires diminuée des coûts économisés. La marge brute correspond au chiffre d'affaires diminué du coût d'achat des marchandises. Elle n'est donc pertinente que pour les distributeurs qui revendent la marchandise qu'ils ont achetée sans la transformer. Pour toutes les autres activités économiques, la marge indemnisable doit inclure l'ensemble des coûts économisés qui comprennent outre le coût d'achat des matières, les coûts variables de

transformation et les coûts fixes directs qui auront pu être économisés (main-d'œuvre d'atelier, amortissement des machines spécifiques à la production en cause...). Cette marge sur coûts économisés ne correspond à aucun solde de gestion et ne figure pas telle quelle dans la comptabilité: elle doit faire l'objet d'un examen approfondi et d'une détermination adaptée au cas par cas en fonction du secteur d'activité mais aussi de la durée sur laquelle s'étend le préjudice.

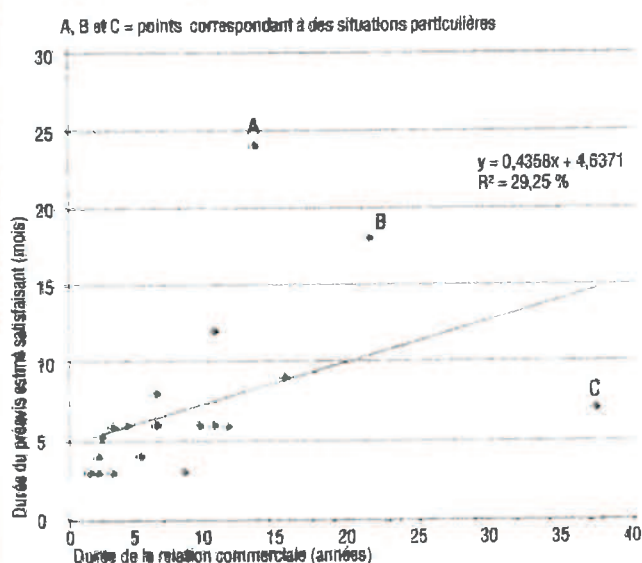
Enfin la jurisprudence apprécie toujours le niveau de chiffre d'affaires et le taux de marge indemnisable par référence au passé (moyenne des 2 ou 3 années précédant la rupture), alors que le préjudice est subi sur la période postérieure à la rupture et que la marge perdue devrait donc être appréciée sur la base des données économiques relatives à cette période: évolution du

marché, comportement des concurrents, avantages concurrentiels de la victime, évolution des prix d'achat des marchandises...

Les coûts supplémentaires indemnisés n'ont pas toujours de lien direct avec la brutalité de la rupture.

La rupture n'étant pas condamnable en soi, seul son caractère brutal constitue une faute ouvrant droit à réparation. Il doit donc exister un lien de causalité direct entre le poste de préjudice indemnisé et la brutalité de la rupture. Or, le caractère souvent forfaitaire de la réparation peut méconnaître la démonstration du lien direct entre la faute (la brutalité de la rupture) et le préjudice qui doit se limiter aux seules conséquences de la brutalité. Ainsi les coûts de licenciements sont généralement indemnisés par les tribunaux². Pourtant ils ne devraient l'être que si la société victime de la rupture démontre qu'en présence d'un préavis suffisant, ils auraient été évités; si ces coûts avaient été subis à l'issue du préavis considéré comme « normal » ils découlent de la rupture elle-même et non de son caractère brutal et ne sont, de ce fait, pas indemnisables³. Le coût des stocks qui n'ont pu être écoulés du fait de la brutalité de la rupture mais qui auraient pu l'être si un préavis suffisant avait été respecté découle bien en revanche du caractère brutal de la rupture et constitue de ce fait un préjudice indemnisable.

Mise en relation de la durée du préavis et de la durée de la relation commerciale



Cour de cassation, 9 juillet 2013 Viti Loire Babonneau c/CNH France

² CA Douai 15 mai 2001, Auchan c/PBC

³ CA Bordeaux, 11 juin 1996 William Grant c/Marie Brizard et Roger Inel

13 L'évaluation des préjudices économiques

Maurice NUSSENBAUM,

professeur de finance à l'université Paris IX Dauphine,
expert financier agréé par la Cour de cassation,
président de SORGEM EVALUATION

L'évaluation des préjudices économiques s'appuie sur une démarche économique et financière. Elle comprend à la fois l'analyse du passé et des attentes sur le futur et consiste à comparer la situation réelle avec la situation normale ou contrefactuelle afin de déterminer les pertes subies et le manque à gagner. Sa détermination relève de l'expertise mais doit être validée par le juge qui seul peut décider de ce qui pouvait être légitimement espéré.

1. Introduction

1 - L'évaluation des préjudices économiques nécessite tout d'abord de définir cette catégorie de préjudice d'autant plus que cette notion connaît des interprétations multiples : la *common law* utilise le concept de « *pure economic loss* » pour désigner les préjudices qui ne sont pas la conséquence directe d'atteintes à la personne ou à ses biens mais qui peuvent aussi concerner les conséquences de préjudices matériels et qui ne sont généralement pas indemnisables en dehors du champ contractuel. La notion de préjudice économique n'est pas définie, c'est pourquoi nous avons précisé que nous analyserons sous cette terminologie tous les préjudices liés à une activité économique de production ou de service. Cette notion exclut les dommages corporels mais inclut les préjudices financiers.

2 - Dans ce contexte, nous définirons 5 axes fondamentaux qui doivent guider cette évaluation :

- Une définition claire du préjudice,
- Une attention particulière aux cas de pertes de chance,
- Le préjudice résultant d'un écart entre une situation réelle et une situation normale, la nécessité de bien définir la situation normale de référence,
- La définition d'une approche économique du préjudice par opposition à une approche purement comptable,
- Une analyse précise des gains manqués.

3 - Nous appliquerons ensuite ces principes à deux catégories de préjudices économiques que sont les préjudices résultant de pratiques anticoncurrentielles et ceux liés aux opérations financières de couverture et de spéculation.

2. Quatre grands principes à mettre en œuvre pour évaluer les préjudices économiques

A. - Bien définir le préjudice

1° La notion de préjudice économique

4 - D'une manière générale un préjudice résulte de l'écart entre une situation normale et la situation effective (en anglais « *but for* ») du fait d'une faute (contractuelle ou quasi-délictuelle).

La différence entre les contextes contractuels et quasi-délictuels (c'est-à-dire en dehors d'un contexte contractuel) est très importante puisque le contrat fixe un cadre dans lequel le créancier de l'obligation est en droit d'attendre un résultat. De ce fait, le préjudice s'analyse comme l'écart entre le résultat attendu et le résultat réel. Ainsi dans le cadre contractuel, le résultat normal s'analyse comme un résultat attendu ou prévisible alors que dans le contexte

délictuel ou quasi-délictuel, il n'existe pas de cadre préalable, spécifique (en dehors des lois) et donc pas de résultat prévisible¹.

5 - La catégorie spécifique de préjudice que l'on qualifie d'économique n'existe pas en droit français.

On retient cependant généralement la définition suivante :

Un préjudice économique est lié à une activité économique de production ou de service (distincts de l'atteinte à une chose ou une personne ou consécutive à une telle atteinte).

D'une manière générale, on traduit économiquement cet écart entre situation normale et situation réelle par des écarts de flux économiques.

Les préjudices économiques se manifestent par :

- Des coûts subis,
- Des manques à gagner,

et trouvent à s'appliquer pour deux types de biens :

- Pour les actifs de jouissance (a)
- Pour les actifs d'exploitation (b)

a) Pour les actifs de jouissance

6 - Le préjudice consiste en une perte de jouissance et l'indemnité est constituée des coûts de remplacement ou de remise en état.

- C'est le minimum des deux, si les deux solutions sont possibles,
- C'est le coût de remplacement si la remise en état n'est pas possible,
- C'est la remise en état, quel que soit son coût, si le remplacement n'est pas possible.

Mais attention : le remplacement peut générer un enrichissement, justifié en droit civil par le principe de réparation intégrale (dès lors que la valeur d'usage du bien est affectée) car le droit civil français admet le remplacement d'un immeuble endommagé par un immeuble neuf sans prendre en compte d'abattement de vétusté. Une solution différente est retenue par le droit administratif français qui tient compte de cet abattement.

b) Pour les actifs d'exploitation, le préjudice comprend des coûts subis et des pertes de revenus

7 - L'analyse de l'écart entre la situation réelle et la situation normale permet de déterminer des coûts supplémentaires et un manque à gagner.

1. La différence entre les fautes délictuelles et quasi-délictuelles réside dans l'élément intentionnel : la faute délictuelle est liée à un acte volontaire réalisé sciemment qui cause un préjudice. Elle relève de l'article 1382 du Code civil qui se rapporte effectivement au délit civil : « *fait illicite et dommageable accompli avec l'intention de nuire* ». La faute quasi-délictuelle résulte d'une erreur de comportement, génératrice d'un dommage. Elle relève de l'article 1383 du Code civil *fait illicite sans intention de nuire*. Ainsi, au regard de l'article 1382 la faute civile comporte un élément moral (Legaletic - 2008).

Le schéma suivant permet de visualiser la démarche :

Usage normal :	Situation réelle :	Préjudice :
Revenus normaux	Revenus réels	Différence de revenus
Coûts normaux	Coûts réels	Différence de coûts
Profits normaux	Profits réels	Différence de profits

Ce schéma permet de montrer comment la différence entre la situation normale et la situation réelle permet de déterminer les dommages.

Les préjudices s'analysent à la fois sur le passé et sur le futur.

	Passé	Futur
Pertes subies (<i>damnum emergens</i>)	Coûts supplémentaires Destruction d'actif	Coûts supplémentaires futurs
Manque à gagner (<i>lucrum cessans</i>)	Perte de revenus pas- sés	Insuffisance de reve- nus futurs

8 - Il revient au juge de décider à partir des analyses factuelles (qui peuvent avoir été menées par l'expert) :

- de l'existence d'un lien direct entre faute et préjudice,
- de la nature des préjudices : coûts subis et/ou manques à gagner,
- de l'horizon temporel : passé ou futur et nombre d'années à prendre en compte.

En précisant ainsi le rôle du juge, on souligne qu'il lui revient de déterminer ce que doit être la situation normale même si au plan technique, il ne dispose pas de tous les moyens pour le faire. Il peut s'appuyer sur des rapports d'expert pour déterminer cette situation normale de référence. Il doit ensuite déterminer l'existence du lien direct entre la faute et le préjudice. En effet, pour que le préjudice soit indemnisable, si on se réfère à la théorie de la causalité adéquate, il faut que le fait préjudiciable ait été à la fois nécessaire et suffisant à la réalisation du dommage². Il existe souvent des désaccords entre les parties sur cette notion de situation de référence. Citons par exemple, le cas d'une gestion déficiente de portefeuille boursier. Quel aurait dû être le résultat d'une bonne gestion ? Il convient d'examiner les objectifs de l'épargnant, le choix du « benchmark » ou situation normale de référence à utiliser et de comparer le résultat réel au résultat donné par le « benchmark ». En cas d'opposition entre les parties sur la définition de la situation normale, il revient au juge de trancher.

9 - La situation de référence est souvent difficile à définir de manière unique. En matière de concurrence il s'agit de définir un scénario contrefactuel pour lequel on peut se référer à des invariants comme par exemple la perte de parts de marché par rapport à ce qu'elle était auparavant ou bien encore par rapport à la part de marché future lorsque la situation aura été rétablie.

On peut également se référer à la situation de sociétés comparables non affectées par le même préjudice. Lorsque ces références empiriques ne sont pas disponibles, il convient alors de construire un modèle de référence.

La modélisation peut s'appuyer sur différentes techniques :

- Comptable : par comparaison avec des prévisions budgétaires à conditions d'établir que ces dernières sont pertinentes.
- Économique : en simulant les conditions normales de marché (prix, part de marché...)
- Économétrique et statistique pour effectuer des projections ou rechercher des éléments comparables.

On voit donc que le juge aura nécessairement à examiner la pertinence et la fiabilité des démonstrations qui lui sont présentées³ afin de retenir ce qui doit constituer la situation de référence pour établir le préjudice.

2° Le cas particulier de la perte de chance

10 - On note là encore une absence de définition juridique générale. Cette notion est courante en matière délictuelle ou quasi-délictuelle, mais elle peut être également utilisée en matière contractuelle.

Exemple :

- La perte d'une chance de recouvrer l'intégralité d'une créance,
- La perte d'une chance dans l'exécution d'une vente de titres.

Elle résulte d'une faute qui a pour conséquence de réduire à néant la possibilité de réaliser un profit ou d'éviter une perte.

La notion s'applique donc aussi bien aux pertes (qui auraient pu être évitées) qu'aux bénéfices (qui auraient pu être obtenus) aux conditions suivantes :

- Il existe une faute qui est la cause certaine du préjudice final⁴ qui caractérise la disparition d'un droit pour la victime.
- La chance perdue est un préjudice certain (réel et sérieux).
- La conséquence étant aléatoire : la victime ne récupère pas l'intégralité de la conséquence favorable (prise en compte dans l'aléa affectant la réalisation de la chance perdue) mais :

$$\begin{array}{ccc} \text{Valeur (ce que} & & \text{Probabilité de} \\ \text{l'évènement heureux} & \times & \text{réalisation de la} \\ \text{aurait procuré)} & & \text{chance (évènement heureux)} \end{array}$$

11 - On voit bien que cette notion de perte de chance, qui pourrait au premier abord renvoyer à un dommage incertain, s'attache en fait à donner une valeur certaine à l'existence d'une chance qui s'avère perdue du fait du préjudice.

Il est cependant clair, selon G. Viney et P. Jourdain⁵ que « lorsque le préjudice n'est pas réellement aléatoire, il ne doit pas être assimilé à une simple perte de chance dont l'indemnisation est moins avantageuse pour la victime » (en raison de la prise en compte de l'aléa dans le calcul de l'indemnisation).

Afin que le concept de perte de chance ne devienne pas un moyen d'indemniser n'importe quel préjudice incertain, les tribunaux ont introduit des garde-fous à la prise en compte de la perte de chance, à la fois en ce qui concerne le caractère certain du préjudice et la valeur réduite des dommages.

Cette notion a souvent été utilisée dans le domaine médical notamment à travers la perte d'une chance de guérison ou de survie. Le préjudice qui résulte de la perte d'une chance peut être aussi bien actuel ou futur.

L'évènement susceptible de se produire est généralement considéré comme unique : blanc ou noir et on affecte une probabilité de réalisation à la composante favorable, pour calculer les dommages.

En fait, on peut généralement distinguer plusieurs hypothèses quant aux événements futurs susceptibles de se produire. On les appelle des états de la nature futurs. On les affecte chacun d'une probabilité et les dommages sont égaux à l'espérance mathématique de la valeur future, c'est-à-dire à la somme des produits de chaque conséquence possible affectée de sa probabilité d'occurrence. La somme des probabilités étant égale à 1, les états de la

2. G. Viney et P. Jourdain, *Les conditions de la responsabilité*, LGDJ 2006.

3. 44. Nussenbaum, *Évaluation des préjudices économiques - application des critères Daubert*, in *Colloque CEAC du 7 avril 2010 - Publication de la Compagnie des Experts Agréés par la Cour de Cassation* oct. 2011.

4. Cass. crim., 23 févr. 1977 : JCP G 1977, IV, 106 ; D. 1977, inf. rap. p. 181 - L'élément du préjudice constitué par la perte d'une chance peut présenter en lui-même un caractère direct et certain chaque fois qu'est constatée la disparition par l'effet du délit de la probabilité d'un événement favorable, encore que par définition la réalisation d'une chance ne soit jamais certaine.

5. *Op. cit.*

nature peuvent caractériser différents niveaux de gains ou de pertes, chacun affecté de leur probabilité supposée.

À titre d'exemple, une entreprise a été privée de la chance de réaliser un investissement rentable qui pourrait avoir plusieurs issues différentes. La perte de chance sera égale à la somme des probabilités de chacune des issues multipliée par le bénéfice obtenu dans chacune des hypothèses.

Dans d'autres situations, le projet sera réalisé mais il sera vicié par une attitude fautive du défendeur, par exemple une réticence dolosive. De ce fait, la perte de chance ne peut pas porter sur la possibilité de réaliser le projet mais sur la perte de chance soit de le réaliser à moindre coût, soit d'en réaliser un autre si la victime avait été valablement informée (« Perte de chance de ne pas contracter ou de contracter à des conditions plus avantageuses que celles qu'a acceptées la société »⁶).

12 - D'une manière générale l'indemnisation d'une perte de chance conduit à constater l'existence de deux aléas :

- L'aléa actif de décision : quelle aurait pu être la décision alternative notamment dans le cas d'une réticence dolosive dans une cession de droits sociaux : aurait-il été possible de négocier différemment avec le co-contractant en fonction des rapports de force et obtenir aussi un prix différent ?

- Il faut noter que cet aléa n'est pas présent dans toutes les situations : dans le cas de l'avocat qui oublie de déposer le dossier d'appel, il n'y a pas d'aléa de décision puisque rien ne s'opposait à ce qu'il le dépose dans les temps.

- L'aléa passif de valorisation consiste à s'interroger sur la valeur normale de la chance en l'absence de faute.

Dans le cas de l'appel oublié, l'aléa consiste dans le gain attendu du procès multiplié par la probabilité de succès.

Dans le cas d'un investissement boursier dans un titre, vicié par la désinformation des dirigeants, l'aléa de décision consiste à déterminer un échantillon d'investissement alternatif de sociétés cotées ce qui est généralement possible et l'aléa de valorisation à regarder la performance de cet échantillon dans la période. Un échantillon diversifié étant moins risqué qu'un investissement isolé ; il conviendra de pratiquer un abattement sur cette performance⁷.

3° Dommages à causes multiples : la désagrégation

13 - On évalue généralement l'effet combiné des différentes causes lorsqu'elles sont difficilement séparables. Le problème se pose lorsque certaines ne sont pas fautives car il faut se focaliser sur les seules qui le sont. On rencontre fréquemment ce type de problématique dans le domaine des pratiques anticoncurrentielles. La difficulté est soulevée lorsque les différentes causes interagissent entre elles et qu'il n'est pas possible d'isoler les effets de chacune d'entre elles. Lorsque les effets préjudiciables peuvent être causés par les seules causes non fautives, il sera difficile de démontrer l'existence d'un préjudice réparable. À l'opposé lorsque les causes sont complémentaires, leur effet peut être plus important que la somme des effets individuels. Il apparaît donc nécessaire d'effectuer dans un premier temps une analyse séparée pour ensuite apprécier l'effet combiné des différentes causes.

4° Le problème de la territorialité

14 - En droit international privé, la territorialité⁸, ou principe de rattachement est adopté comme mode de solution des conflits dans le domaine des biens. Le « point de rattachement » est l'élément de fait ou de droit qui est retenu pour décider qu'une situation sera régie par la loi du lieu où elle est née.

Il convient d'être particulièrement attentif aux contraintes de territorialité quant à la résolution des conflits et à l'attribution de compétences pour la prise en compte des responsabilités et des dommages.

Les conséquences sont particulièrement sensibles pour les groupes internationaux pour lesquels les préjudices subis à l'étranger par les filiales de droit étranger peuvent ne pas être pris en compte autrement que par les pertes de remontées de dividendes au niveau de la société mère française du fait de l'absence de personnalité morale du groupe.

5° Le problème du passing on

15 - Le « passing on » consiste pour une victime d'une entente à répercuter les surcoûts résultant de cette pratique en aval dans la chaîne de distribution.

Il est souvent soutenu, lors d'une demande d'indemnisation privée de la victime de la pratique anti-concurrentielle visée, que dès lors qu'elle a pu être répercutée sur ses clients par la victime, celle-ci ne peut invoquer de préjudice résultant de cette pratique.

En fait cette action, désignée par « passing on depense » dépend des systèmes judiciaires.

En France, le système de la réparation intégrale conduit à exclure la réparation d'un préjudice qui n'a pas été personnellement subi. Il n'en demeure pas moins que même si la victime a pu répercuter une hausse de prix, elle a pu subir, du fait de l'élasticité de la demande, une baisse de ses ventes et de ses marges et subir néanmoins un préjudice.

Aux États-Unis, le recours à cet argument est exclu et la victime est en droit de demander une indemnité avec l'application de la règle du triplement des dommages (*treble damages*) en s'appuyant sur la totalité du surcoût subi même s'il a été partiellement ou totalement répercuté.

Cette position a été consacrée par la littérature académique avec Landes et Posner (1979)⁹ qui considèrent que le rejet de la « passing on defence » est nécessaire pour l'efficacité des actions en réparation.

B. - Les problèmes spécifiques liés à la détermination de la situation normale

16 - Le plus souvent celle-ci s'avère « spéculative » par nature puisqu'il faut décrire ce qui se serait passé en l'absence de préjudice.

Sa définition doit être validée juridiquement car il s'agit de dire ce qui se serait passé en l'absence de faute. C'est-à-dire ce que la victime était en droit d'attendre. Il s'agit de définir une situation contrefactuelle et même si l'expert peut apporter des éléments de fait notamment par comparaison ou par modélisation, il revient au juge de l'analyser¹⁰.

Seule la mesure des écarts avec la situation réelle relève de l'expertise.

Les méthodes possibles sont :

- par comparaison avec d'autres situations ou sociétés comparables non affectées par le principe ;
- par référence au passé et au futur lorsque la situation normale est rétablie ;
- par référence à des invariants préexistants tels que : part de marché avant coûts,...
- par modélisation :
 - Comptable : comparaison avec des prévisions budgétaires
 - Économique : simulation du prix de marché concurrentiel, ce qui implique de se référer à des modèles de marché en concurrence imparfaite (duopole, oligopole...)

6. Cass. com., 25 mars 2010, n° 09-12.895 F-D. *JurisData* n° 2010-002634.

7. M. Nussenbaum, *L'Analyse économique de la loyauté et des mécanismes de réparation de la déloyauté - Colloque droit et commerce*. *Caz. Pal.* 23-24 mai 2012, p. 34-43.

8. S. Braudo, *Dictionnaire du droit Privé*, 1996 - 2011.

9. W. Landes, R. Posner (1979) - *Should indirect purchasers have standing to sue under the Antitrust laws ? an economic analysis of the rule of Illinois Brick* - *University of Chicago - Law Review* - pp. 608-625.

10. M. Nussenbaum. *Le rôle de l'expert économique* : *RJ com.*, nov. 2012.

– Économétrique et statistique pour effectuer des projections ou chercher des éléments comparables.

17 - Les approches modélisées sont souvent controversées. À cet égard, le livre blanc de la commission des communautés européennes du 2 avril 2008 portant sur les actions en dommages et intérêts pour infraction aux règles communautaires sur les ententes et abus de position dominante¹¹ avait précisé que les juridictions nationales devaient avoir le pouvoir d'enjoindre aux parties à la procédure ou à des tiers de divulguer des catégories bien définies de preuves pertinentes dès lors que le requérant a fait apparaître des raisons permettant de présumer qu'il a subi un dommage imputable à une infraction aux règles de concurrence et qu'il a montré qu'il n'est pas en mesure de produire les preuves requises par d'autres voies.

Il suffit qu'il ait montré que cette divulgation est pertinente, nécessaire et proportionnée et qu'il ait défini des catégories suffisamment précises de preuves à divulguer.

Le livre blanc ajoutait que les juridictions devaient disposer du pouvoir d'imposer des sanctions suffisamment dissuasives pour éviter la destruction d'éléments de preuves pertinents ou le refus de se conformer à une injonction de divulgation et notamment de la faculté de tirer des conséquences défavorables dans le cadre de l'action civile en dommages et intérêts.

Le livre blanc a été suivi par une consultation publique sur l'adoption d'un modèle européen des actions collectives (SEC (2011) 173 final, 4 févr. 2011) et sur la quantification du préjudice dans les actions en réparation¹².

18 - Une nouvelle directive pourrait être émise en 2013 concernant la quantification du préjudice.¹³

Les informations nécessaires pour quantifier le préjudice sont différentes selon qu'il s'agit de :

- Pertes subies pour lesquelles on se réfère à des documents comptables issus de la comptabilité analytique complétés d'estimations pour appréhender les coûts économiques,
- Manque à gagner pour lequel la définition de la situation normale de référence est primordiale ce qui exige des analyses de marchés.

Dans tous les cas, il est nécessaire de disposer d'une information économique et comptable analytique fiable ce qui soulève notamment le problème de l'accès aux preuves.

Le système français ne prévoit pas de procédure de *discovery*. Il semblerait cependant utile comme il a été dit plus haut de prévoir l'obligation pour le défendeur de fournir les informations pertinentes de façon à permettre au demandeur d'exercer ses droits à réparation.

C. - Bien définir les instruments de mesure du préjudice : la nécessité d'une approche économique et non seulement comptable de la mesure

19 - De manière assez fréquente, un préjudice certain peut présenter des incertitudes quant à la mesure du *quantum* des dommages.

En effet, si le préjudice doit être certain, la mesure de son quantum peut être incertaine ou aléatoire.

De quelles alternatives dispose-t-on ?

On peut retenir une des options suivantes :

- La partie certaine du *quantum* mais on risque ainsi de minorer les dommages,
- Le *quantum* le plus probable,

- Le *quantum* le plus probable diminué d'un abattement pour incertitude.

On voit bien que le choix entre ces différentes approches relève d'un choix de politique juridique quant à la portée de l'indemnisation.

À titre d'exemple, l'UCC (Uniform Commercial Code), équivalent du Code de commerce aux États Unis, rappelle que les dommages compensatoires ne sont qu'une approximation : ils doivent être prouvés avec la définition et la précision autorisée par les faits et pas plus.

C'est la nature des faits qui doit déterminer le niveau de précision possible, ce qui signifie que le niveau de précision dépend du domaine étudié.

20 - Dans ce contexte, qui doit être pénalisé par l'incertitude de la mesure ?

En toute logique, le défendeur ne devrait pas bénéficier de l'incertitude dès lors qu'il ne fournit pas toutes les informations utiles. Le système français d'administration de la preuve, bénéficie cependant dans les faits, souvent au défendeur car la charge de la preuve revient au demandeur et la collaboration du défendeur à la manifestation de la vérité peut être très limitée.

De notre point de vue dès lors que la faute est établie, les effets de l'incertitude devraient être partagés ce qui signifie qu'ils devraient en partie bénéficier à la victime. Comment parvenir à un tel résultat ? En mettant à contribution également le défendeur afin qu'il fournisse, lui aussi la preuve contraire. Il existe notamment en droit de la concurrence un débat sur la nécessité d'obtenir du défendeur qu'il fournisse dès lors qu'il est mis en cause de manière justifiée, les éléments adéquats permettant au demandeur d'établir son préjudice. Ne faut-il pas envisager une forme de « *discovery* » limitée ?

21 - Il convient, par ailleurs, de bien définir le périmètre pertinent de l'évaluation :

- L'approche en droit commun des contrats implique la recherche du préjudice au niveau de la personne morale demanderesse ce qui peut soulever des difficultés dans le cadre des groupes :

- si la perte de la victime est compensée en tout ou partie par un gain d'une société sœur,

- si la perte de la victime entraîne une perte d'une société en aval : cette dernière devra également être demanderesse et les limitations contractuelles opposables à la société amont ne lui seront pas opposables.

- Dans le cadre des groupes, l'analyse des flux doit se faire au niveau des entités juridiques et non pas au niveau des unités opérationnelles. Il convient à cet égard de ne pas confondre les cessions qui constituent des transferts à une unité de la même entité juridique et les ventes qui constituent des transferts entre entités juridiques différentes.

22 - Il convient maintenant de définir la nature des dépenses prises en compte dans l'établissement des dommages.

Les coûts subis doivent être analysés à l'aide d'une approche économique et non uniquement comptable.

En effet, l'analyse économique permet d'analyser les effets des décisions économiques que ces effets soient ou non reflétés par la comptabilité.

Elle porte aussi bien sur le passé que sur le futur anticipé. Cependant comme les sources d'information sont de nature comptable, il peut y avoir des divergences d'approche entre l'analyse économique et les mesures comptables.

- certains coûts peuvent ne pas être considérés comptablement comme des charges : des locaux vides appartenant à l'entreprise ont un coût d'opportunité égal à leur valeur locative mais n'engendrent pas de dépenses spécifiques de loyers,
- certaines charges comptables ne constituent pas des coûts économiques.

De fait les définitions de coûts peuvent être différentes entre l'analyse comptable et l'analyse économique :

11. COM (2008), 165 (2 avr. 2008).

12. Projet de document d'orientation : la quantification du préjudice dans les actions en dommages et intérêts fondés sur les infractions à l'article 101 ou 102 du traité sur le fonctionnement de l'Union Européenne. COM, DF Concurrence juin 2011

13. Colloque « Concurrence » du 6 février 2013, Emmanuel Combe, Joseph Vogel et Laurent Floche, Indemnisation civile du préjudice anticoncurrentiel : les actions en dommages et intérêts des entreprises victimes.

23 - Les coûts comptables sont liés à l'information comptable et sont analysés dans la comptabilité analytique, ils comprennent notamment :

- les coûts par nature ou par produit,
- les coûts fixes et coûts variables,
- les coûts directs et indirects.

24 - Une approche économique des coûts est nécessaire pour analyser les décisions d'investissement ou de production :

i. Il faut prendre en compte des coûts ignorés par la comptabilité tels que les coûts d'opportunité ou coûts alternatifs (« si je prends telle décision, à quelle alternative je renonce »).

ii. Il faut exclure certains coûts pris en compte par la comptabilité tels que les « *Sunk costs* » ou coûts passés comme les amortissements ou les dépenses passées non récupérables (qui n'influent pas sur la décision actuelle). En effet, les amortissements ne constituent qu'un étalement comptable d'une dépense d'investissement.

iii. Il faut privilégier les types de coûts qui influent sur les décisions tels que les coûts marginaux (variation du coût total pour une unité supplémentaire produite) et les coûts incrémentaux (coût supplémentaire directement engendré par la décision).

iv. Il faut inclure la notion d'horizon : court terme ou long terme : à long terme les coûts fixes deviennent variables.

25 - L'intérêt de l'approche économique des coûts, est de mieux cerner la réalité de l'activité opérationnelle de la victime et de prendre en compte, toutes les dépenses réelles supplémentaires qu'elle devra supporter pour restaurer sa situation.

En effet, dans certains cas, le coût subi est une perte d'opportunité que l'analyse économique appelle un **coût d'opportunité**, c'est-à-dire une perte implicite de revenus (par exemple une perte de marge liée à une perte de volume) :

Exemple : L'entreprise subit un préjudice qu'elle fait réparer par son service interne de réparation qui en procédant à la réparation manque une prestation facturable :

• Le coût comptable de la réparation peut-être soit le coût variable soit le coût complet,

• L'analyse économique raisonne autrement : le prix de marché de la réparation constitue un manque à gagner pour le service si la réparation se substitue à une vente facturable. Les économistes l'appellent **coût d'opportunité**, c'est-à-dire le coût résultant d'une perte d'opportunité.

À qui incombe la preuve de démontrer qu'une vente a été manquée par le service ?

C'est une question de droit. Si la vocation normale du service réparation est de facturer ses réparations on peut penser que c'est au défendeur (règle *plerumque iiti*).

Dans certains cas, le coût subi est un coût d'opportunité qui constitue un manque à gagner.

De ce fait, on constate qu'au plan de l'analyse économique, la frontière érigée par le droit entre coût subi et manque à gagner n'est pas aussi stricte.

D. - Il faut faire une analyse précise des gains manqués et de leurs implications sur la valeur des dommages

1° Définition du gain manqué

26 - Il s'agit d'une appréciation in abstracto « du gain qui pourrait être raisonnablement attendu, eu égard au cours normal des événements » (C. civ. allemand, art. 252).

Il est fonction des éléments suivants :

- Prix moyens de marché.
- Coûts normaux de production.
- État de la demande et de la part de marché.

Il peut s'agir :

• D'une perte de marge liée à une perte de volume : (Volume théorique - volume réel) × (PV théorique - PV réel)

• D'une perte de marge par perte de rendement : Volume × (coût réel - coût théorique)

• Perte de négoce : dû à des achats à des prix dépassant le prix de vente.

• Perte de marché : dû à une rupture de contrat.

Une perte de production n'entraîne pas nécessairement un gain manqué (perte d'exploitation). Les conditions suivantes sont nécessaires :

• Les quantités produites auraient pu être vendues (état de la demande à établir)

• Les ventes ne peuvent être réalisées en puisant sur les stocks sans renoncer à ces ventes.

À court terme, beaucoup de coûts (notamment de main d'œuvre) sont fixes et le préjudice s'analyse comme une différence de marge sur coûts variables.

NORMAL	REEL	ECART
CA _N	CA _{REEL}	ICA = CA _N - CA _R
- CV _N	- CV _R	-(CV _N - CV _R)
- CF _N	- CF _R	-(CF _N - CF _R)
		si CF _N = CF _R , CF _N - CF _R = 0
= REX _N	= REX _R	= (REX _N - REX _R)

Si les coûts fixes ne varient pas, CF_N = CF_R, alors la différence REX_N - REX_R = ? CA - ? CV c'est-à-dire la perte de marge sur coûts variables.

Par contre, à long terme, de nombreux coûts fixes deviennent variables et la différence REX_N - REX_R devient égale à ? CA - ? CV - ? CF c'est-à-dire une différence de marge nette avant impôt.

Les analyses relatives aux pertes de chiffre d'affaires doivent être menées avec rigueur et s'appuyer sur des données vérifiables telles que les panels pour les produits vendus dans la grande distribution.

Les pertes de parts de marché se réfèrent à des modèles implicites de situation contrefactuelles dont la pertinence économique doit être démontrée.

2° Gains manqués et perte de valeur d'un actif

27 - Une perte de revenus peut entraîner en plus une dépréciation de certains actifs.

En fait, les 2 notions (perte de revenus et dépréciation d'actifs) se recoupent, car la valeur économique d'un actif est liée aux revenus futurs qu'il est susceptible de générer.

Ainsi, la valeur d'une entreprise peut s'analyser comme la valeur de ses résultats futurs attendus et plus précisément comme des cash-flows nets des dépenses d'investissement.

Une perte de valeur (même d'un actif patrimonial, dès lors qu'il est utilisé dans la production) doit être démontrée par une perte prouvée d'une capacité à générer des revenus dans l'avenir ou par une perte de valeur vénale.

3° Le cas particulier de la faute lucrative (faute commise dans un but lucratif)

28 - À titre d'exemple, l'usage illicite d'actif patrimonial (tel que le nom ou le savoir-faire) soulève la question de la réparation efficace du préjudice subi.

Faut-il prévoir la restitution des gains illicites ?

Le principe de la réparation intégrale est en vigueur dans le droit français : tout le préjudice et rien que le préjudice. Il en résulte plusieurs conséquences :

• Le droit à restitution des gains illicites n'est pas aujourd'hui consacré par le droit français (il existe une proposition dans le projet de réforme du Code des obligations, article 1371¹⁴). Une ouverture a été faite dans la loi du 29 octobre 2007 sur la contre-

14. L. Bétaille et R. Yung, Rapp. Sénat n° 296, 9 févr. 2011 (session ordinaire 2010-2011) fait au nom de la commission des lois constitutionnelle, de législation, du suffrage universel, du Règlement et d'administration générale par le Groupe

façon à travers la prise en compte des bénéfices réalisés par le contrefacteur.

- Ce droit peut cependant être justifié car la victime a été privée d'une négociation : celle qui l'aurait conduit à refuser l'usage illicite de ses actifs ou à en fixer le prix.

- Le prix qui aurait ainsi été fixé pour cet usage par la victime (s'il avait été autorisé) constitue un coût d'opportunité pour la victime (c'est-à-dire le revenu non perçu d'un usage alternatif).

- Ce prix aurait été nécessairement fixé au niveau qui aurait rendu inintéressant ou dissuasif l'usage illicite. Il aurait donc entraîné la restitution au bénéfice de la victime des gains illicites.

29 - L'analyse économique permet d'intégrer le mécanisme de restitution des gains illicites dans la réparation intégrale en considérant ceux-ci à la fois comme un manque à gagner et un coût d'opportunité pour la victime (lex : *décision LVMH et DIOR PARFUMS c/ EBAY* – septembre 2010). Dans cette affaire, la cour d'appel¹⁵ a retenu 2 chefs de préjudice distincts¹⁶ :

• L'Exploitation non consentie des droits de propriété intellectuelle de LV et de Dior (1)

Elle est sanctionnée par une redevance indemnitaire déterminée :
– (i) à partir des commissions sur les ventes perçues par eBay (qui s'est substituée à LV et Dior en prélevant des commissions sur des ventes de produits utilisant leurs droits de PI) × taux de produits contrefaisants

– (ii) sur lesquelles un coefficient de 2x a été appliqué pour tenir compte du fait que cette exploitation n'a pas été librement consentie (jurisprudence sur les marques et brevets)

• L'atteinte à l'image de marque de LV et de Dior (2)

Cette atteinte à l'image de marque est déterminée :

– (i) à partir des frais publicitaires facturés par eBay (qui a bénéficié de la communication sur les marques LV et Dior) multiplié par le taux de produits contrefaisants

– (ii) sur lesquelles pour définir la sanction, un coefficient de 4x a été appliqué pour tenir compte du fait que l'image des marques orchestrée par eBay n'était pas cohérente avec le cahier des charges d'une marque de luxe et qu'il sera nécessaire pour LV et Dior de communiquer positivement dans des proportions plus importantes pour contrer cet effet négatif.

4° Les autres questions importantes qu'il convient d'aborder : date de l'évaluation, actualisation et effets de la fiscalité

a) La date de fixation des dommages

30 - La consistance du dommage naît au jour du préjudice mais le quantum est déterminé au jour du jugement car le droit considère que l'évaluation à la date du jugement est nécessaire pour assurer la réparation intégrale.

Le début du calcul est soit la date du sinistre (préjudice contractuel) soit la date de la demande (quasi-délictuel) ou entre les 2 (par décision du juge).

De ce fait, pour définir la durée du préjudice en droit français il faut prendre en compte l'ensemble des conséquences depuis le point de départ retenu.

Ainsi on distingue pour la détermination du préjudice :

- la consistance du préjudice qui naît au jour du préjudice,
- et le quantum qui est déterminé le jour du jugement.

31 - La « valeur » détermine l'étendue et le contenu du préjudice. Elle est caractérisée au jour où le préjudice se produit.

Cependant, cette approche repose en partie sur une quasi fiction : la possibilité de séparer la substance du préjudice de son quantum. Qu'en est-il en effet de parts de sociétés qui connaissent des développements imprévisibles entre le jour du préjudice et le jour du jugement ?

La victime sera indemnisée de l'aggravation du dommage entre sa date d'occurrence et le jugement si cette aggravation n'est pas de son fait mais il n'est pas tenu compte des actions qu'elle aurait pu mener pour le réduire (absence de « *duty to mitigate* » ou d'obligation de réduire son préjudice en droit français).

La victime pourra bénéficier d'un enrichissement du fait :

- Soit de la variation de la valeur de l'actif, objet du préjudice (par exemple l'augmentation des réserves d'un gisement).

- Soit de l'augmentation non attendue des flux de revenus.

- Soit des effets des fluctuations monétaires, des cours des marchandises, ou des indices de prix.

Le juge peut cependant retenir pour définir la fin du préjudice une date différente de celle du jugement, notamment dans les situations suivantes :

- Si le créancier a refusé une offre raisonnable de réparation formulée par le débiteur.

- Si le cours des marchandises indemnisées a chuté au jour du jugement.

- Si le bien s'est déprécié après le dommage (terrain devenu non constructible).

- Soit un remplacement d'un immeuble vétuste par un immeuble neuf (le droit civil, à la différence du droit administratif, ne prévoit pas d'abattement pour vétusté en cas de remplacement suite à un accident).

- En effet, la règle est dictée par la volonté de ne pas faire bénéficier l'auteur du dommage d'un effet d'aubaine car le droit cherche à protéger la victime : l'indemnisation ne s'appuie pas sur la valeur anticipée du bien ou des revenus attendus au moment du dommage (elle n'est pas une évaluation *ex-ante*) mais au moment de leur évaluation à la date du jugement.

En conséquence, cette règle peut présenter des inconvénients et être :

- Non fondée économiquement lorsqu'il s'agit de pertes de revenus, car pour l'analyse économique ne peuvent être pris en compte que les faits susceptibles d'être anticipés *ex ante*.

- Imprévisible et entachée d'arbitraire (par suite d'une modification imprévisible de la date retenue).

32 - La prise en compte des effets des événements postérieurs à la date de survenance du préjudice (date de l'inexécution contractuelle ou celle de la survenance de l'acte délictuel) constitue ainsi un problème complexe complémentaire de celui de la date de prise en compte des dommages. Dans le système français de quantification des dommages à la date du jugement, ces événements vont venir affecter la valeur des dommages. Dans le système de la *Common Law*, ou de l'expectation damages, il faut se situer à la date du préjudice pour estimer la valeur attendue des dommages¹⁷.

Par rapport à l'approche civiliste, le droit anglais retient comme date celle à laquelle le demandeur « en réparation » aurait pu limiter, voire effacer les conséquences du préjudice conformément au principe de mitigation du préjudice¹⁸.

En effet, le juge anglais se rattache à la date de l'inexécution contractuelle ou à celle de la survenance de l'acte délictuel car le système anglais retient en matière contractuelle le concept « d'expectation damages » qui correspond à indemniser la victime de ce qu'elle était en droit d'attendre de la bonne exécution du contrat. (Ou encore « *expectation interest* »).

de travail sur l'évaluation de la loi n° 2007-1544 du 29 octobre 2007 de lutte contre la contrefaçon.

15. CA Paris, 3 sept. 2010, pôle 5, ch. 2, *eBay Inc et eBay International AC c/ SA Christian Dior Couture et SA Louis Vuitton Malletier*.

16. M. Nussenbaum, *L'appréciation du préjudice d'atteinte à la marque et à son image* : *Cla. Pal.* 17-18 déc. 2010, p. 16 à 21.

17. Selon Franklin M. Fisher & R. Craig Romaine, Janis Joplin's (ed 1991) – *Yearbook and the Theory of Damages in Industrial Organization, Economics and the Law* 192, 199-402 – 1, Monz.

18. L. Reiss, *Le juge et le préjudice. Etude comparée des droits français et anglais* : Presses Universitaires d'Aix-Marseille, 2003, § 456, p. 337.

Une approche alternative (*reliance interest*) consiste à replacer la victime dans la situation où elle se serait trouvée si le contrat n'avait pas été conclu.

Le choix de l'action incombe à la victime bien qu'il existe des situations où « l'*expectation interest* » ne peut s'appliquer lorsque son appréciation est trop aléatoire.

L'indemnisation de « l'*expectation interest* » correspond en général aux concepts français de manque à gagner. En ce qui concerne la perte subie, elle correspondra dans certains cas à la « *reliance interest* » (dépenses effectuées en vue de l'exécution du contrat) ou à l'*expectation interest* (si les dépenses correspondent à l'objet du contrat)¹⁹.

En matière délictuelle, « l'homme raisonnable » doit être suffisamment précautionneux et supporter les conséquences que ses actes pourraient normalement laisser à prévoir sauf dans les cas de responsabilité stricte où cette prévisibilité sera présumée.

En définitive, pour conclure sur la question de la date, il faut souligner les deux principales différences avec le système français : l'accent mis pour déterminer le gain manqué sur ce qui était envisageable (plutôt que prévisible) en droit anglais dans le cas contractuel plus que sur le réalisé et pour les pertes subies, la limite que constitue la mise en œuvre du principe de « mitigation » ou réduction du dommage qui vient réduire le champ des coûts potentiellement pris en compte en faisant supporter au demandeur une responsabilité accrue de diligence²⁰.

b) Actualisation et capitalisation pour ramener les dommages passés et futurs au jour de leur estimation

33 - Les dommages passés, une fois fixés, sont capitalisés au taux sans risque pour les ramener en valeur à la date du jugement. Leur détermination ayant été fixée, ils ne présentent plus d'aléa, c'est pourquoi le taux de capitalisation a pour seul objet de compenser la perte de valeur monétaire et de rendement sans risque. Les dommages du futur constituent par contre une estimation entachée d'aléas et sont actualisés avec un taux incorporant une prime de risque.

On insistera sur les points suivants :

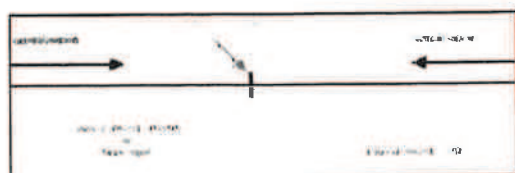
- L'actualisation permet de ramener les revenus espérés dans l'avenir à une valeur aujourd'hui, le taux d'actualisation comprend le taux sans risque et une prime de risque²¹.

La prime de risque est une notion issue des marchés financiers et correspond au risque non évitable par la diversification.

- La capitalisation (au sens financier) au taux sans risque (taux légal) permet de ramener l'évaluation passée à la compensation à la date d'aujourd'hui.

- Attention à la distinction entre capitalisation et addition des intérêts.

- Pour l'économiste, la capitalisation des intérêts s'impose même si le droit l'interdit sur un horizon inférieur à 1 an (anatocisme).



19. L. Reiss op.cit. § 425-426.

20. Voir également sur l'approche du droit anglais : Donald Harris (1988), « Remedies in Contract and Tort » WP - Weidenfeld paperbacks - Laws in Context.

21. Le taux d'actualisation correspond à la somme : taux sans risque (on retient généralement le taux des obligations d'État) + prime de risque. Selon la théorie financière, la prime de risque est égale à $\beta (E(RM) - RF)$ soit bêta multiplié par la prime de risque des marchés actions par rapport au taux sans risque des obligations d'État lorsqu'elles sont réputées sans risque.

Le passé étant certain et le futur aléatoire, les taux applicables sont nécessairement différents : taux avec prime de risque pour l'actualisation et taux sans risque ou taux légal pour la capitalisation.

De ce fait, les dommages et intérêts comportent 2 composantes²² :

- concernant les faits s'étant produits avant le jugement :

Résultats économiques normaux	+	résultats réels	+	intérêts (capitalisation)	=	Indemnisation pour les faits s'étant produits avant le jugement
-------------------------------	---	-----------------	---	---------------------------	---	---

- concernant les faits s'étant produits après le jugement :

Résultats économiques normaux projetés après le jugement	+	résultats réels prévisibles	-	actualisation	=	Indemnisation pour les faits s'étant produits après le jugement
--	---	-----------------------------	---	---------------	---	---

On voit que la principale différence avec le système français porte sur la prise en compte dans le système français des événements réels s'étant produits après les fautes préjudiciables. Dans le système, les pertes réelles peuvent effectivement être, prises en compte mais les gains manqués doivent être appréciés ex ante c'est-à-dire avoir pu être anticipés.

c) Effets de la fiscalité

34 - Les effets de la fiscalité méritent une attention particulière car l'indemnité implique d'apprécier la perte subie après impôt et de restituer à la victime une somme qui, si elle est imposée, lui permettra de récupérer la perte subie après impôt. En général, les taux d'imposition sont identiques à la fois sur le dommage subi et sur l'indemnité. De ce fait, il suffit de calculer l'indemnité à partir des flux avant impôt. Lorsqu'il n'en est pas ainsi, la prise en compte de la fiscalité sera nécessaire afin que l'indemnité replace la victime dans sa situation normale, après impôt.

3. Étude de cas particuliers de préjudices économiques et financiers

35 - Nous allons illustrer les méthodologies présentées dans les paragraphes précédents par deux catégories de préjudices qui constituent des applications spécifiques dans des domaines différents : les préjudices résultants des pratiques anticoncurrentielles et les préjudices résultants en matière financière des opérations de couverture ou de spéculation.

A. - Le préjudice résultant de pratiques anticoncurrentielles

36 - Cet exemple s'applique aux actions civiles dans le cadre de pratiques anticoncurrentielles. Il permet de mettre en œuvre les principaux concepts méthodologiques exposés plus haut : définition d'une situation normale en scénario contrefactuel, extrapolation sur l'avenir, et impact du *passing on*. Il s'applique normalement aux actions civiles dans lesquelles une victime des pratiques demande réparation du préjudice subi.

37 - Les pratiques visées ont généralement pour effet de modifier les conditions de fonctionnement des marchés dans un sens favo-

22. Selon Robert e. Hall and Victoria a. Lazear (2000) - *Reference Guide on Estimation of Economic Losses in Damages Awards - Reference Manual on Scientific Evidence*, Federal Judicial Center

nable aux vendeurs en augmentant les prix au risque de baisser les quantités vendues. C'est le cas des pratiques d'abus de position dominante ou d'ententes. Lorsque l'entreprise victime est un concurrent, son préjudice consiste en une perte de profit.

38 - La première question réside dans l'accès aux preuves puisqu'il revient au demandeur de démontrer son préjudice. Lorsque l'action en réparation fait suite à une condamnation de l'Autorité de la concurrence (*follow-on*) le demandeur doit pouvoir avoir accès aux éléments du dossier qui ne relèveraient pas du secret des affaires et qui sont indispensables pour lui permettre d'établir son préjudice (cf. plus haut 2^e principe).

39 - Dans de nombreux États (Canada, Danemark, États-Unis, Royaume-Uni) l'accès aux preuves est facilité soit par des procédures de « *disclosure* » soit par la communication en *follow on* des dossiers de l'Autorité de la concurrence.

40 - Concernant la France, l'Autorité de la concurrence aide les victimes potentielles à construire leurs propres actions en réparation dans le cadre des actions de *follow on* à travers la communication de ses rapports et également si elles ont été parties devant l'Autorité, elles ont pu avoir ou ont accès au dossier de l'Autorité²³.

41 - La première étape de la démonstration réside dans l'établissement du scénario contrefactuel ce qui implique de bien caractériser la faute, ses conséquences et l'ensemble des victimes concernées et notamment l'extension des dommages aux consommateurs finaux.

42 - Une question peut être soulevée lorsque la victime est en mesure de répercuter la hausse de prix sur ses clients (*passing on*) (cf. plus haut 1^{er} principe, § 5). L'approche française qui s'appuie sur la notion de réparation intégrale va considérer que le préjudice aura été réduit du fait de cette répercussion (*passing on defence*). Aux États-Unis par contre, la victime n'a pas à tenir compte de cette répercussion car elle est censée représenter l'ensemble des victimes, y compris ceux de l'aval, lorsqu'elle effectue sa réclama-

tion. Il est clair qu'il s'agit là d'une position juridique et de politique économique sur l'admissibilité ou non de la « *passing on defence* ».

43 - Cependant, en tout état de cause, même si cette défense est admise, il reviendra au demandeur d'effectuer une analyse de l'élasticité de la demande pour montrer que la hausse du prix a pu affecter les quantités vendues²⁴.

44 - Il arrive fréquemment que les dommages résultent de causes multiples dont certaines peuvent ne pas être préjudiciables. Par exemple, si l'augmentation des prix résulte non seulement de l'entente mais aussi de la hausse de la demande ou des prix des matières premières, il reviendra alors au demandeur de justifier le poids des différents facteurs notamment à l'aide d'analyses économétriques.

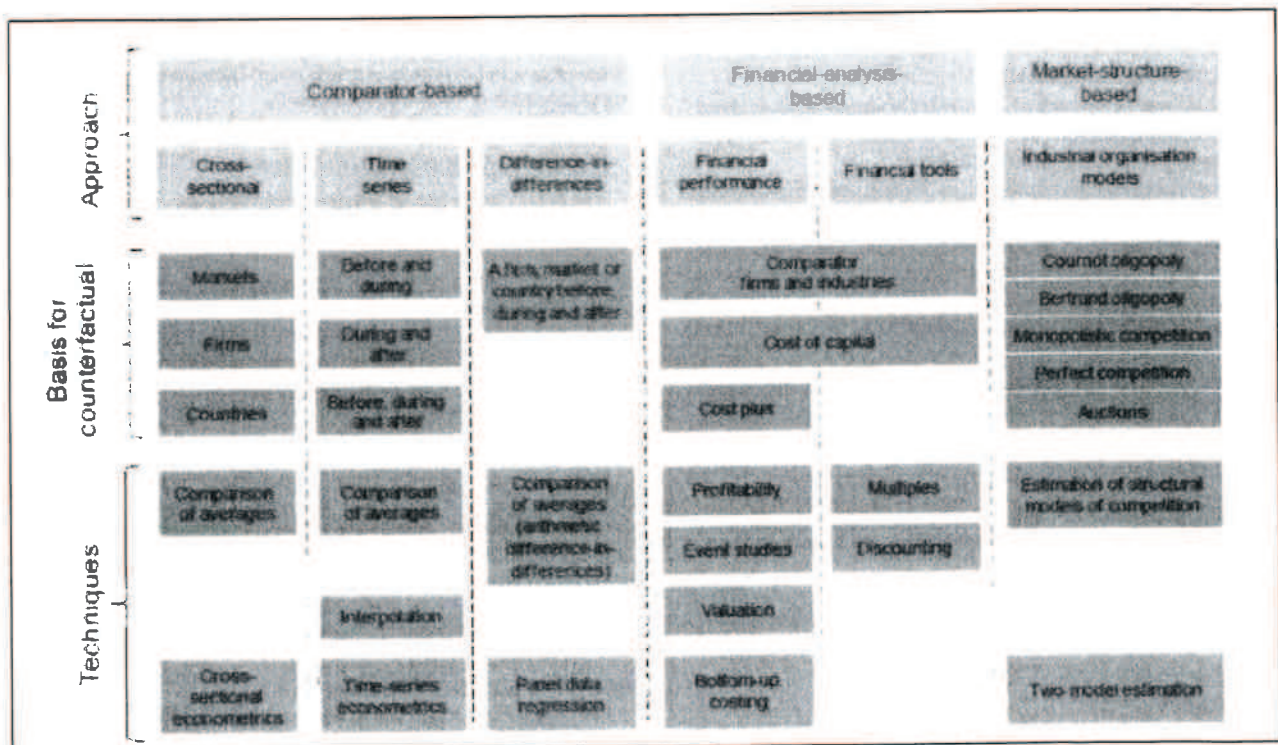
45 - Par ailleurs, la définition de la situation contrefactuelle (ou *but-for*) doit prendre en compte une approche dynamique de l'évolution du marché qui peut se traduire notamment par une baisse tendancielle du profit sur une activité donnée du fait de l'augmentation naturelle de la concurrence et de la disparition de certaines barrières à l'entrée.

46 - De ce fait, les profits perdus calculés par rapport à une situation théorique prévalant ex-ante peuvent s'avérer majorés.

47 - Il faut traiter différemment les préjudices causés par les cartels dont l'impact réside le plus souvent en une hausse des prix de vente et ceux provenant de pratiques d'exclusion du fait de l'abus de position dominante.

48 - D'une manière générale, les dommages consisteront toujours en coûts supplémentaires ou pertes de profits, passés ou futurs.

49 - De nombreux modèles d'analyse sont utilisés à l'appui des demandes. Une typologie a été proposée dans l'étude OXERA²⁵ réalisée à la demande de la Commission européenne.



50 - Les méthodologies employées doivent satisfaire aux critères Daubert et démontrer leur pertinence par rapport aux faits étudiés et la fiabilité de leurs résultats tout en indiquant les limites.

B. - Le préjudice résultant d'opérations financières de couverture ou de spéculation

51 - Qu'il s'agisse d'opérations de banque au sens de l'article L. 311-1 du Code monétaire et financier (les opérations de crédit, de réception de fonds du public, et la mise à disposition de la clientèle, ou la gestion de moyens de paiement) ou de services d'investissement (activités de marchés, gestion d'actifs ou services connexes) l'existence d'un préjudice doit d'abord classiquement être démontrée par l'établissement d'une faute de l'intermédiaire financier qu'il s'agisse d'une banque ou d'un PSI (Prestataire de services d'investissement).

52 - Il existe des particularités concernant les crédits puisque la loi prévoit que si les conditions de taux ne sont pas considérées comme régulières, on pourra dans certains cas, remplacer les taux appliqués par le taux légal.

53 - Dans le cas des opérations de bourse, une gestion qui sera considérée comme inadéquate et fautive pourra donner lieu à indemnisation en considérant que la victime a subi un préjudice, généralement assimilé à une perte de chance, celle qui lui aurait permis d'obtenir un résultat plus conforme au benchmark à appliquer à la stratégie retenue. Il faudra pour cela définir préalablement la nature du mandat de gestion (explicite ou de fait) pour déterminer les résultats qu'aurait permis d'obtenir une gestion adéquate.

54 - Une catégorie particulière d'opérations donne lieu depuis 2011 à de nouveaux contentieux, il s'agit des crédits structurés aux collectivités locales. Ces crédits ont permis de réduire à court terme les taux d'intérêts payés en échange de risques à plus long terme (que les responsables de collectivités locales ne comprenaient pas toujours ou ont déclaré *a posteriori* ne pas avoir compris²³). Ce type de crédit très particulier a engendré, du fait de la crise financière de l'année 2008, un grand nombre de désagréments ayant débouché sur des contentieux.

55 - La problématique de ces préjudices doit d'abord consister à établir l'existence de fautes de la part des PSI ce qui relève essentiellement de l'autorité du juge. Une fois celle-ci établie, il faut ensuite comparer les conséquences effectives des crédits mis en place avec ce qu'auraient donné d'autres types de crédits qui seraient considérés comme « normaux » ou mieux adaptés à la situation des emprunteurs.

56 - Encore faut-il définir la nature de ces crédits et là encore l'analyse économique ne pourra pas être dissociée de l'appréciation juridique.

57 - La crise financière a soulevé de nombreuses questions et notamment celles relatives à la prise en charge des conséquences de l'illiquidité des marchés de certains actifs durant la période de crise.

58 - Plusieurs phénomènes se sont manifestés simultanément : hausse de la volatilité et des coûts d'assurance à travers les CDS (Swaps de Crédit) traduisant une aversion croissante pour le risque et une chute de la liquidité c'est-à-dire de la capacité à céder rapidement les actifs dans des fourchettes de prix étroites. Il en est résulté, lorsque les actifs devaient être liquidés rapidement, des pertes qui constituent un des éléments de préjudice.

59 - Qui doit supporter la conséquence d'une liquidation rapide lorsqu'il existe une contestation sur le choix initial des actifs à liquider ? Il reviendra au juge de se prononcer sur le bien-fondé des stratégies et sur l'imputabilité de leurs conséquences.

60 - Dans le domaine des préjudices financiers, une catégorie particulière concerne les effets des actions (illégales ou préjudiciables) susceptibles d'agir sur les cours des actions. Elles peuvent entraîner des variations anormales de cours préjudiciables aux investisseurs qui auraient acheté ou vendu des titres durant les périodes litigieuses.

61 - Des exemples particuliers peuvent être évoqués concernant les opérations de couverture ou de spéculation à l'aide notamment de dérivés (contrats s'appuyant sur des options) ou de contrats à terme.

62 - Il faut noter que les préjudices rencontrés dans la gestion des dérivés s'apprécient de la même manière que tous les préjudices économiques par différence entre la situation normale telle qu'elle aurait dû se produire ou situation contrefactuelle (ou *but for*) et la situation réelle qui s'est effectivement produite.

La situation réelle est facile à caractériser mais il conviendra de définir les pertes ou manques à gagner subis du fait de la politique de couverture ou de spéculation mise en place.

63 - La situation normale est beaucoup plus difficile à définir puisqu'il faut soit au préalable pouvoir définir quelle était la stratégie choisie et démontrer pourquoi elle a été mal mise en œuvre soit démontrer que cette stratégie a été conseillée à tort par un prestataire externe (PSI notamment) et qu'elle était inadaptée à la situation concrète de l'entreprise. On est alors dans une hypothèse de défaut de conseil alors que dans le premier cas il s'agit plutôt de défaut de mise en garde ou d'information.

64 - La définition des pertes et manques à gagner peut être examinée dans les deux cas de couverture et de spéculation.

65 - En cas de couverture, les préjudices seront généralement des manques à gagner sauf en cas de défaut d'exécution. - À titre d'exemple, une entreprise couvre ses prix de ventes des matières premières qu'elle produit par des ventes à terme à l'aide de contrats *forward* à un prix *p. défini à l'avance* et les prix s'envolent largement au-dessus. Ces mécanismes de couverture sont aisés à mettre en place pour de nombreux produits. L'entreprise va invoquer un manque à gagner.

66 - Autre exemple : une couverture à l'aide de swaps. Le producteur fixe son prix de vente et l'utilisateur son prix d'achat pour une période de temps déterminée. Une partie s'engage à payer un prix spot variable et à recevoir un prix fixe et l'autre à recevoir le prix variable et payer le prix fixe. Là encore le préjudice va consister en un manque à gagner si les prix s'envolent au-dessus du niveau couvert.

67 - Mais il peut aussi s'agir de perte relative lorsque la couverture ne consiste pas en une couverture à 100 % surtout pour des horizons lointains. On sait en effet que le ratio de couverture optimale (ratio d'Ederington) dépend de la volatilité des prix des sous-jacents et de la volatilité des prix à terme par rapport au prix au comptant. Or la volatilité des prix à terme est inférieure à celle des prix au comptant pour des horizons éloignés de sorte que le ratio de couverture devra être inférieur à 100 %. Il peut donc en résulter des pertes relatives si le cours spots évolue de manière défavorable sans que pour autant on puisse définir d'erreur de stratégie de couverture.

68 - En cas de spéculation, le préjudice consistera également plutôt en une perte : si l'opérateur s'est sur-couvert par rapport aux quantités physiques qu'il détient ou à ses besoins futurs en prenant des engagements de vente à terme excessifs ou bien sur le marché des options en vendant des calls ne correspondant pas à sa production disponible future et qu'il se trouve obligé de payer la différence entre le prix spot futur et les prix d'exercice auxquels il s'est engagé à travers les options vendues.

23. Voir les Notes de la délégation de la France - OCDE (25 janvier 2011) - Table ronde sur la quantification par les tribunaux nationaux et autorités de la concurrence des dommages causés à l'économie

24. cf. M. Nussenbaum, *Concurrence : la Cour de cassation précise le dommage à l'économie* ; Les Échos, 27 mai 2010.

25. Study OXERA and a multi-jurisdictional team lawyers led by Dr. Assimakis Komninos (december 2009) « Quantifying antitrust damages » Towards non-binding guidance for courts - Study prepared for the European Commission

26. cf. M. Nussenbaum - M. Fleuriel (juillet 2011) CAMPUS « Conséquences contentieuses de la crise financière »

On voit à travers ces exemples en nombre trop limité pour constituer une typologie que si les préjudices sont souvent facile à définir, on ne peut pas dire de manière aussi simple qu'ils résultent d'une faute et de la part de qui et s'ils doivent, selon le tryptique consacré, faute, préjudice et lien direct, donner lieu à une indemnisation.

Nous allons illustrer ces problématiques à travers deux exemples rencontrés à l'occasion de la mise en place de produits structurés qui ont conduit à générer des pertes ou des manques à gagner importants du fait du refus initial de l'investisseur d'en acquitter le coût et des propositions de la banque d'opérations structurées prime nulle. Nous allons prendre deux exemples, le premier pour un producteur de nickel et le second pour un utilisateur de pétrole.

C. - Deux exemples d'application de préjudice liés à des opérations de couverture ou de spéculation

1° Couverture à la baisse dans le cas d'une matière première : le nickel

a) Le cas des contrats sur matières premières (cas SMGM vs Société générale) : Couverture ou spéculation ? (T. com. Paris 28 sept. 2011 et 6 avr. 2012)

69 - Une société productrice de nickel désire se couvrir contre la baisse de cette matière première qui a atteint un niveau historiquement élevé.

- Sa banque a mis en avant exclusivement des stratégies de couverture à prime nulle, c'est-à-dire des couvertures ne conduisant au paiement d'aucune prime, à aucun décaissement.

- La banque met en place une couverture assurant à la société productrice un prix de vente fixe pendant une période de plusieurs années (15 000 \$) sous certaines limites. D'une part, la société bénéficie d'une participation limitée à la hausse des cours jusqu'à un certain seuil. D'autre part, en cas de baisse des cours de plus de 3 000 \$ par rapport au seuil fixé elle subit la baisse.

- Finalement, les cours du nickel vont monter très fortement (plus de 50 000 \$). Les couvertures mises en place font perdre en grande partie à la société productrice l'opportunité de bénéficier de cette envolée.

- La société voulait profiter d'un niveau historique des cours pour protéger les prix de vente futurs de sa production mais elle considère à posteriori qu'elle n'aurait pas dû être privée de la hausse au-delà de ce cours.

70 - Dans ce contexte, la société pose les questions suivantes :

- la banque devait-elle mettre en avant des couvertures à prime nulle, ce qui suppose que pour acheter une protection à la baisse sans rien déboursier il faut vendre quelque chose qui a de la valeur (la participation à la hausse des cours) ?

- le fait pour la banque de proposer des couvertures complexes (où s'enchevêtrent swap, plusieurs types d'options) ne résulte-t-il pas moins de la recherche de la meilleure protection possible pour son client que de la recherche d'une marge plus importante pour la banque ?

- La banque ne devait-elle pas mettre en garde la société contre l'extension de ses couvertures qui a pu représenter ponctuellement des volumes supérieurs à sa production ?

- Au fur et à mesure de la hausse des cours du nickel, la banque devait-elle informer spontanément la société de l'évolution des engagements de la société (la valeur *mark-to-market* de sa position) : la société ayant vendu des calls pour acheter sa protection à la baisse, la valeur de sa position était de plus en plus négative au fur et à mesure de la hausse des cours du nickel c'est-à-dire qu'elle était de plus en plus perdante.

- La banque aurait-elle dû conseiller à la société de racheter sa position, quitte à déboursier des sommes importantes pour bénéficier de la hausse ultérieure ? Autrement dit, prendre sa perte pour repartir sans passif ?

71 - Dans ce contexte, la banque a objecté que :

- La volatilité du cours des matières premières a renchéri considérablement le coût des « options sèches » : *call* ou *put* permettant de couvrir parfaitement son risque tout en bénéficiant d'une évolution favorable des cours, ce qui fait qu'en pratique les acteurs se couvriraient et se couvrent encore aujourd'hui avec des stratégies à prime nulle ;

- Le client ne peut pas s'attendre à être toujours gagnant en recourant à des stratégies à prime nulle (les assurances conventionnelles IARD, perte d'exploitation... ne sont pas gratuites) : être couvert dans tous les cas et disposer d'un banquier qui lui conseille au bon moment de retourner sa position de telle manière à ne perdre aucune opportunité relève du rêve impossible ;

- Le fait de proposer à la société de racheter sa couverture revient à lui conseiller de spéculer sur une poursuite de la hausse des cours en renonçant à toute protection.

72 - Trancher ce débat conduit à s'interroger sur les responsabilités de la banque : quelle information doit-elle fournir à son client ?

- Quelles informations fournir à son client lors de la mise en place de la couverture : différentes solutions possibles, avantages, inconvénients, risques de chacune de ces positions (car la finance n'est pas la magie : si le client attend un avantage et qu'il ne paye rien c'est qu'il y a un inconvénient) et lui indiquer durant le déroulement de la couverture au moins la valeur, *mark-to-market* de la position ?...

- Le rôle du banquier doit-il aller au-delà du devoir d'information ?

- Jusqu'où va l'information complète ?

- Doit-il (et comment) mettre en garde son client en s'assurant qu'il a bien pris conscience des risques éventuels liés aux produits financiers qu'il utilise et que les produits correspondent à ses besoins ; notamment lorsqu'un produit structuré revient à vendre de la volatilité, le coût du retournement d'une position peut devenir très élevé ?

- Mais c'est alors lui donner un rôle de conseil renforcé face à des entreprises qui disposent de directions financières.

- Est-ce que la complexité de certains produits n'entraîne pas que l'on considère les clients comme ni avertis ni professionnels au sens de la MIF ?

- Ou bien la responsabilité de la décision revient au client en dernier ressort ?

Le tribunal de commerce de Paris a jugé les 28 septembre 2011 et 6 avril 2012 que :

- La responsabilité de la banque ne peut être engagée car elle n'a pas manqué à son obligation d'information et qu'au vu des échanges la société ne peut dire qu'elle était incompétente puisqu'elle comprenait les risques pris et a approuvé la stratégie menée.

- La société ayant demandé la résiliation des contrats, la banque a été fondée de lui demander le coût des résiliations des contrats, qui lui a été notifié et facturé, après s'être assurée de la cohérence de ce dernier avec des cotations établies par d'autres banques pour ces contrats.

b) Synthèse des principaux problèmes soulevés par cet exemple

73 - Comment définir la situation normale (contrefactuelle) ? Il est clair qu'il faut d'abord un avis juridique sur les obligations respectives des parties ?

- Comment apprécier la responsabilité de la banque vis à vis de son client : notion d'opérateur averti / opérateur professionnel, devoir d'informer, de mise en garde ?

- Comment analyser concrètement la portée du concept de perte de chance ? Quelle aurait pu être la solution alternative ? Quelle était la probabilité qu'elle soit retenue surtout si elle présentait un coût et quel était l'avantage qu'en aurait tiré le client ?

2° Le cas pétrole

a) Le contexte

74 - Une société consommatrice de pétrole met en place différents outils de couverture pour se prémunir contre la hausse des prix du pétrole dont, principalement, des *swaps knock-out*

• Le principe des *swaps knock out* (ou *swap ko*) est le suivant : ils garantissent un prix d'achat fixe du pétrole que celui baisse ou qu'il monte, mais s'il monte, la société n'est protégée que jusqu'à un certain seuil. Au-delà, elle paye le prix de marché.

• Ces avantages et inconvénients par rapport à un *swap* classique sont les suivants :

– *swap classique* : l'entreprise échange le cours flottant contre un cours fixe,

* avantage : elle se protège contre la variabilité et la hausse au-delà de ce cours fixe,

* inconvénients :

– ce cours est plus élevé que le cours actuel,

– l'entreprise ne bénéficie pas de la baisse éventuelle du cours.

– *swap ko* : le cours fixe est moins élevé (la différence est due au fait que l'entreprise n'est plus couverte au-delà d'un certain seuil.

• Les *swap ko* présentent cependant de nombreux inconvénients :

– disparition complète de la protection au moment où elle est la plus utile (lorsque les cours augmentent très fortement)

– versement d'appels de marges en fonction de la valorisation *mark to market* de la position qui tiennent compte de la volatilité et peuvent donc s'avérer très violents.

• En conséquence, au fur et à mesure où les cours du pétrole augmentaient, pour éviter de supporter ses pertes, la société « roulait » ses positions substituant à des *swaps* dont le seuil du *ko* était dépassé de nouveaux *swap ko* dont le prix d'exercice et le seuil du *ko* était plus élevé, sans payer de prime. (C'est exactement comme un joueur de casino qui continue de jouer pour essayer de récupérer ses pertes). De ce fait, pour ne pas constater ses pertes, la société augmentait le niveau de ses engagements au-delà de ses besoins en pétrole à couvrir.

• Ainsi dans le contexte particulier créé par la crise financière, des instruments dont l'efficacité pour les besoins de couverture était déjà limitée en temps normal (disparition de toute protection à partir d'un certain seuil) se sont révélés dangereux en situation de baisse des cours

• En effet, ils ont conduit la société à devoir répondre à des appels de marge importants qui ont constitué une quasi double peine. Les cours faibles conduisaient à verser des appels de marge car le prix du *swap ko* (qui était augmenté au fur et à mesure où la position roulait) était supérieur au cours du pétrole alors qu'idéalement les cours faibles auraient dû constituer un avantage.

b) La problématique du cas pétrole

75 - La société voulant se protéger contre la hausse des cours du pétrole se retrouve avec des produits qui mettent en danger sa situation financière lorsque les cours baissent fortement.

• Dans ce contexte, la société met en cause le rôle de son banquier conseil :

– A-t-il joué son rôle de conseil en lui vendant des produits la couvrant mal en cas de hausse des prix du pétrole et se révélant dangereux, par le biais des appels de marge, en cas de baisse des prix du pétrole et de forte volatilité ?

– A-t-elle joué son rôle en ne la mettant pas en garde contre le fait de « rouler » ses positions ?

– A-t-elle bien expliqué le principe du fonctionnement des appels de marge sur la base d'une valeur de marché de la position, intégrant dans le cas d'espèce une valeur temps, alors que ce principe était indiqué seulement dans les contrats ISDA ?

– le fait pour la banque de proposer des couvertures complexes (où s'enchevêtrent *swap*, option de vente vanille et option digitale) ne résulte-t-il pas moins de la recherche de la meilleure protection

possible pour son client que de la recherche d'une marge plus importante par la banque ?

• Dans ce contexte, la banque soutient que la responsabilité de la société est pleinement engagée car ces produits, bien que complexes, sont compréhensibles par les trésoriers avertis de l'entreprise considérée comme professionnelle au sens de la directive MIF et la banque fournit régulièrement des analyses de la sensibilité de la valeur *mark to market* des produits achetés par rapport aux cours du pétrole et à la volatilité et de ce fait ne peut pas être mise en cause par un défaut d'information.

• Comme dans l'exemple précédent, quelles informations la banque doit-elle fournir avant de mettre en place la couverture ? Au fur et à mesure où la couverture évolue ? Pendant la durée de la couverture ?

• Doit-elle s'assurer que les produits proposés correspondent de manière optimale aux besoins de l'entreprise ?

• Doit-elle supporter les risques nés des positions qu'elle conseille ?

• Est-ce que la complexité des positions n'entraîne pas la disparition du caractère averti du client car celui-ci ne parvient pas nécessairement à en maîtriser toutes les conséquences potentielles ?

• Ou bien, doit-on considérer, dès lors que les clients ont les moyens d'être averti, qu'ils supportent en dernier ressort les conséquences de leurs choix d'investissement ?

• Mais la banque ne devrait-elle pas exiger au-delà des décisions prises par l'entreprise une validation pleine et entière de l'ensemble de la stratégie par un comité spécialisé de l'entreprise ?

c) Les enseignements du cas Pétrole

76 - Sur les responsabilités des acteurs :

Les situations évoquées ne sont pas réellement nouvelles mais l'intensité de leurs conséquences du fait de la crise a soulevé des questions de principe :

• en partant d'un besoin réel de couverture, on glisse facilement vers la spéculation pure pour ne pas supporter le coût réel d'assurance que représente la couverture.

• bien que la notion d'opérateur averti soit bien balisée, elle ne se superpose pas avec celle de « professionnel » au sens de la MIF. Il faut la redéfinir plus précisément : un directeur financier ayant fait des études économiques est-il par nature potentiellement averti alors qu'il traite de produits qu'il maîtrise mal bien que son entreprise sera considérée comme professionnelle au sens de la MIF.

• ne faut-il pas renforcer le niveau d'engagement de l'entreprise à travers un comité spécialisé ?

• la banque doit-elle, comme dans le cas des particuliers, prendre en compte l'adéquation des produits proposés aux besoins et à la situation de l'entreprise.

Sur l'éventuel préjudice

S'agit-il de perte ou de manque à gagner ?

Il faut au préalable démontrer :

• qu'il y a eu une faute,

• il faut clore préalablement déterminer, et c'est le rôle du juge.

Quelle est la responsabilité respective de la banque et du client, en terme :

– d'adéquation aux besoins

– d'information

– de mise en garde

– de conseil ?

Conclusion générale

77 - L'évaluation des préjudices économiques comprend deux composantes complémentaires. La définition de la situation normale de référence et la caractérisation de l'écart entre la situation réelle et la situation normale ce qui implique de définir une méthode pour caractériser la situation normale et ensuite pour mesurer les dommages.

78 - Si la mesure relève du fait, la définition de la situation normale appartient au juge qui devrait pouvoir en s'aidant de l'expert :

- Définir quelles sont les responsabilités des différentes parties (comme l'ont illustré les exemples de préjudices financiers),
- Qualifier le type de préjudice en fonction du type de bien (actif patrimonial ou actif d'exploitation) : Coûts subis et/ou manque à gagner – Passé et/ou futur,
- Qualifier les types de coûts et de bénéfices pris en compte,
- Justifier la date de référence et valider les informations prises en compte.

79 - Dans les différents domaines des préjudices économiques, qu'il s'agisse de ceux résultants de pratiques anticoncurrentielles ou d'opérations financières, la problématique essentielle consiste à définir en premier lieu le scénario contrefactuel, ou but for, et ensuite de caractériser l'écart entre la situation normale et la situation réelle.

80 - Cette définition suppose de bien préciser ce qu'aurait dû être le comportement normal de chacune des parties, ce qui est souvent délicat en matière financière car il fait se référer non seulement aux normes juridiques mais aussi en se référant au comportement normal de l'homme raisonnable notamment en matière de couverture ou de spéculation.

Références bibliographiques

- Laurent Bételle et Richard YUNG – Sénateurs (9 février 2011) – Rapport d'information au Sénat – n° 296 (session ordinaire 2010-2011) fait au nom de la commission des lois constitutionnelle, de législation, du suffrage universel, du Règlement et d'administration générale par le Groupe de travail sur l'évaluation de la loi n° 2007-1544 du 29 octobre 2007 de lutte contre la contrefaçon
- Serge Braudo (1996 – 2011) – Dictionnaire du droit Privé COM. DF Concurrence – Projet de document d'orientation (juin 2011) : la quantification du préjudice dans les actions en dommages et intérêts fondés sur les infractions à l'article 101 ou 102 du traité sur le fonctionnement de l'Union Européenne
- James Edelman (2002) – Gain based damages – Hart Publishing, p. 243
- Franklin M. Fisher & R. Craig Romaine, Janis Joplin's (ed 1991) – Yearbook and the Theory of Damages In Industrial Organization, Economics and the Law 392, 399-402 – J. Monz
- Robert e. Hall and Victoria a. Lazear (2000) – Reference Guide on Estimation of Economic Losses in Damages Awards – Reference Manual on Scientific Evidence, Federal Judicial Center
- Donald Harris (1988), « Remedies in Contract and Tort » – WP – Weidenfeld paperbacks – Laws in Context
- W. Landes, R. Posner (1979) – Should indirect purchasers have standing to sue under the Antitrust laws ? an economic analysis of

the rule of Illinois Brick – University of Chicago – Law Review – pp. 608-625

- Maurice Nussenbaum (Nov. 2012), « L'Analyse économique de la loyauté et des mécanismes de réparation de la déloyauté » – La Gazette du Palais Édition spécialisée – Colloque droit et commerce pp. 34-43
- Maurice Nussenbaum (oct. 2011) « Evaluation des préjudices économiques – application des critères Daubert » Colloque CEACC du 7 avril 2010 – Publication de la Compagnie des Experts Agréés par la Cour de Cassation
- Maurice Nussenbaum (21 avr. 2011) « Comment mieux punir les fautes lucratives » – Les Échos
- Maurice Nussenbaum (27 mai 2010) « Concurrence : la Cour de cassation précise le dommage à l'économie » – Les Échos
- Maurice Nussenbaum (19 mai 2005) « L'appréciation du préjudice » Les Petites Affiches – N°99 – pp. 78 à 88
- Maurice Nussenbaum (Nov. 2002) « Le rôle de l'expert économique » – Revue de Jurisprudence commerciale
- Study OXERA and a multi-jurisdictional team lawyers led by Dr Assimakis Komninos (december 2009) « Quantifying antitrust damages » Towards non-binding guidance for courts – Study prepared for the European Commission
- Lydie Reiss (2003) – Le juge et le préjudice : Étude comparée des droits français et anglais – Presses Universitaires d'Aix-Marseille
- G. Viney et P. Jourdain (2006) « Les conditions de la responsabilité » – LGDJ

Colloques

- Maurice Nussenbaum et Michel Fleuriot (juillet 2011) – CAMPUS « Conséquences contentieuses de la crise financière »
- Maurice Nussenbaum (1^{er} octobre 2008) – intervention à la conférence organisée par les magistrats de la 3^{ème} chambre du Tribunal de Grande Instance de Paris et la commission Ouverte de droit de la Propriété Intellectuelle de l'Ordre des Avocats du Barreau de Paris sur le thème « Évaluation du préjudice de contrefaçon » : « La réparation du préjudice en matière de contrefaçon de droits de propriété industrielle – La Loi n° 2007-1544 du 29 octobre 2007 – changements ou continuité ? »
- Colloque « Concurrence » (6 février 2013) Emmanuel Combe, Joseph Vogel et Laurent Flochel. Indemnisation civile du préjudice anticoncurrentiel : les actions en dommages et intérêts des entreprises victimes
- Notes de la délégation de la France – OCDE (25 janvier 2011) – Table ronde sur la quantification par les tribunaux nationaux et autorités de la concurrence des dommages causés à l'économie

Mots-Clés : Préjudice économique - Perte de chance, coûts subis et gains manqués - Date d'évaluation
 Passing-on defence
 Préjudice économique - Couverture - Spéculation - Swap

MARCHÉ & ANALYSE

Le préjudice de l'actionnaire en cas de diffusion d'informations trompeuses

Des approches différentes entre la France et les Etats-Unis

Le nombre de litiges relatifs à la communication financière des émetteurs reste limité en France, en raison de l'absence de recours collectif, de la difficulté et du coût de la procédure judiciaire pour l'actionnaire, mais cette situation pourrait être amenée à évoluer. C'est un enjeu sur lequel l'AMF¹ s'est penchée pour améliorer l'indemnisation des préjudices des actionnaires et investisseurs, car c'est un des critères d'appréciation de la qualité de la Place de Paris. La comparaison des approches entre la France et les Etats-Unis est à cet égard éclairante.

Selon la jurisprudence française, le préjudice de l'actionnaire, en cas de diffusion d'informations inexacts, imprécises ou trompeuses sur l'émetteur, correspond à la perte de chance d'affecter de manière différente son épargne.

L'arrêt GAUDRIOT de la Chambre Commerciale de la Cour de cassation du 9 mars 2010² a ainsi considéré que « celui qui conserve ou acquiert des titres au vu d'informations inexacts, imprécises ou trompeuses sur la situation de la société émettrice, perd seulement une chance d'investir ailleurs ses capitaux dans un autre placement ou de renoncer à celui déjà réalisé ensuite des informations tronquées portées à sa connaissance ».

Dans le cadre de l'affaire SIDEL, le tribunal correctionnel de Paris confirmé par la Cour d'appel de Paris³ ont considéré que « le préjudice direct et personnel ainsi subi par les actionnaires, en achetant ou en conservant une action aux perspectives prometteuses surévaluées [...] ne se confond pas avec les montants des pertes subies par les parties civiles lors de la revente des titres, en raison du risque et de l'aléa propre à tout investisseur boursier ; il s'agit d'une perte de chance [...] évaluée à 10 euros par actions détenues. »

Le recours à la perte de chance pour déterminer le préjudice de l'actionnaire devrait permettre de le replacer dans la situation qui aurait dû être la sienne en l'absence de communication erronée. Mais, le recours à une somme forfaitaire [cf affaire SIDEL], non justifiée par une méthodologie explicite, si elle peut répondre aux difficultés évidentes de charge de la preuve, est critiquable au regard du principe de réparation intégrale du préjudice en matière civile. Le préjudice étant indemnisé de façon identique pour chaque actionnaire, quel que soit son comportement (acquisition ou conservation de titres sur la base de l'information erronée), cette approche peut s'avérer favorable ou défavorable selon l'investisseur.

La difficulté existe aussi pour l'émetteur lequel, en cas de faute

avérée, risque de payer, à l'avenir, des dommages beaucoup plus élevés – punitifs ? – d'un montant supérieur à l'impact réel de l'information fautive sur son cours de bourse.

La justice américaine, quant à elle, apprécie l'impact d'une information trompeuse sur le cours de bourse d'un émetteur à l'aide d'études d'événements. Reposant sur l'efficacité du marché boursier et la modélisation de la rentabilité d'un titre, l'étude d'événements permet de déterminer si le rendement d'un titre peut être considéré comme anormal le jour de la correction de l'information financière erronée. L'impact sur le cours doit être négatif et immédiat (le marché réagit très rapidement à une information considérée comme négative pour le titre). Le rendement du titre sera considéré comme anormal lorsque les variables liées au marché ou aux secteurs ne permettent pas d'expliquer les variations du titre.

Lorsque l'impact de l'information financière trompeuse a pu être isolé sur le cours de bourse de l'émetteur, la méthode communément retenue pour déterminer le préjudice de l'actionnaire correspond à la méthode dite de la « valeur constante ». Le cours a ainsi été surévalué, pendant toute la période de communication financière trompeuse, du montant en valeur absolue de la baisse de l'action (relative à la correction de l'information financière) le jour de la révélation de la vérité.

Dans l'hypothèse où un émetteur corrige le 31 août 2011 des informations trompeuses publiées le 15 juillet 2011, si l'étude d'événements estime que l'impact de la correction de l'information financière sur le cours de bourse s'élève à 0,6 €, retenir la méthode dite de la « valeur constante » revient à considérer que le cours de bourse a été surévalué de 0,6 € pendant la période de communication financière erronée.

Pour séduisante que soit cette approche en ce qu'elle s'appuie sur une méthodologie, il ne faut pas sous-estimer la difficulté de sa mise en œuvre, notamment pour isoler un impact dans l'ensemble de l'information diffusée par ou sur un émetteur.

Le sujet reste donc entier et suppose une approche sur-mesure, au cas par cas, du préjudice boursier.

Par Olivier Péronnet, président de FINEXSI
et Vincent Collet, Manager

1. AMF – Synthèse de la consultation publique sur le report du groupe de travail sur l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs – 16 mai 2011 – page 6

2. Cour de Cassation, Civile, Chambre Commerciale, 9 mars 2010, 08-21 547 08-21 793 publié au bulletin 2010 IV n°48 (FS-14), société EPP Eurores et autres, vs Abeti et autres

3. Cour d'appel de Paris, 17 octobre 2008

4. suite à la correction de l'information, le prix de l'action reflète le juste prix du titre

« L'ignorance coûte plus cher que l'information »

John F. Kennedy

Point de vue

Le préjudice de l'actionnaire

Par Olivier Péronnet, associé, FINEXSI

Le préjudice de l'actionnaire peut revêtir plusieurs formes :

1) Le préjudice de l'actionnaire et celui de l'entreprise.

Le préjudice indemnisable ne peut résulter en l'état du droit positif que d'une faute dont la conséquence est un préjudice direct, personnel et certain pour la victime.

La jurisprudence estime que le préjudice de l'actionnaire doit être distinct de celui de l'entreprise ce qui consacre le caractère très restrictif de l'action individuelle. La nature de l'action à engager dépend de la situation : action individuelle ou action *ut singuli*.

2) L'actionnaire victime avec l'entreprise.

La position restrictive pour l'actionnaire peut s'expliquer si l'on considère que la réparation qu'obtiendra l'entreprise qui la remettra dans l'état qui aurait été le sien si le dommage n'avait pas eu lieu, a pour effet, en principe, et en théorie, de remettre l'actionnaire en l'état également.

Si son préjudice n'est que la conséquence d'une

perte sur l'actif social, et quelle que soit la gravité de la faute commise (détachable, abus de bien social), il ne peut donner lieu qu'à l'action sociale, le préjudice de l'actionnaire n'étant alors que le corollaire du préjudice subi par l'entreprise.

Dès lors qu'il y a un préjudice distinct, alors l'action contre le dirigeant par un actionnaire n'a pas d'obstacle, aussi minime soit la responsabilité mise en cause.

Un exemple particulier qui illustre le caractère ténu de la frontière peut être trouvé dans la situation d'un apport majoré frauduleusement où le préjudice de l'actionnaire peut se trouver ne pas être le corollaire de celui de l'entreprise. Si seul le préjudice de dilution subsiste,



dès lors qu'il n'est subi que par l'actionnaire, celui-ci aura droit d'en obtenir réparation. Si ce cas est limité, il faut envisager celui où l'actionnaire est victime de l'entreprise elle-même.

3) L'actionnaire victime de l'entreprise.

La diffusion d'informations fausses ou trompeuses en particulier par l'émetteur incarné par ses dirigeants est largement reconnue comme une source de préjudice pour

l'actionnaire, lequel peut engager une action directe.

Cette situation englobe notamment tout ce que l'on désigne par le "préjudice boursier" qui doit donner lieu à indemnisation. Les difficultés d'approche de la perte de chance liée à une chute constatée ou supposée du cours de bourse se trouvent dans les décisions jurisprudentielles telles que celle rendue par

exemple dans l'affaire SIDEL. L'approche d'évaluation "forfaitaire" du préjudice, aboutissant à une indemnisation identique quelle que soit la situation par définition unique de chaque actionnaire ne peut être considérée

comme pleinement satisfaisante.

La difficulté dans l'établissement du lien de causalité, de l'approche du tout le préjudice mais rien que le préjudice par des méthodologies acceptables pour chiffrer le préjudice personnel direct et certain de l'actionnaire, reste donc, à notre avis, entière en l'état de la jurisprudence, et pose la question de l'homogénéité des décisions de justice sur une matière aussi complexe ainsi que celle du contrôle qu'entend exercer la Cour de cassation.

(1) Voir en ce sens Cass. com., 28 juin 2005, arrêt n° 983.

(2) Rapport du groupe de travail AMF du 25 janvier 2011.

(3) CA Paris, 17 oct. 2008.

Cette semaine

■ **Fiscal : Darrois recrute** une équipe de Jones Day (p2)

■ **GBL cède un bloc d'actions GDF Suez** pour 1 Md € : Shearman sur l'opération (p3)

■ **Quatre cabinets** sur l'acquisition de Kaporal par TowerBrook (p4)

■ **Marie-Aimée de Dampierre, managing partner d'Hogan Lovells :** « Pour réussir une fusion, il ne faut rien précipiter » (p5)

228

C'est la somme, en millions d'euros, que devrait représenter le Legal Process Outsourcing en France d'ici 2020.

Source : Étude Day One sur les pratiques d'externalisation des prestations juridiques, mai 2013

CNEJFD



EXPERTS JUDICIAIRES
EN FINANCE ET DIAGNOSTIC

Siège administratif :

10, rue du Débarcadère – 75852 PARIS CEDEX 17
Tél. : 01 45 74 50 60 – Fax : 01 45 74 67 74

www.cnejfd.org