

Sommaire

7 Contentieux : l'année du changement

ENTRETIEN

8 Entretien avec Colette Neuville,
présidente de l'ADAM

MARCHÉ ET ANALYSE

12 Les tables rondes d'Option Droit & Affaires

Le renouveau des contentieux boursiers

22 Parquet national financier et plaider
coupable, une touche d'américanisation
du droit français ?

25 Lutte contre la corruption : des lignes
directrices françaises dévoilées

27 L'action de groupe : quel rôle pour les
«évaluateurs de préjudices» ?

28 L'apport des technologies d'*electronic
discovery* pour maîtriser les coûts des
grands litiges et des enquêtes

30 L'ordonnance sur requête,
une procédure stratégique mais
dangereuse

32 La mise en œuvre de l'étude d'évènements
pour évaluer un préjudice boursier

34 Non bis in idem, au tour du législateur

36 L'entreprise face à l'arbitrage : quels coûts,
quels financements ?

38 Nouveau succès pour la quatrième édition
des Débats du Cercle



La mise en œuvre de l'étude d'évènements pour évaluer un préjudice boursier



Olivier Péronnet, Associé
et Vincent Collot, Manager,
FINEXSI



Dans son rapport sur l'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées, la commission du Club des juristes préconise dans sa recommandation n°6 de recourir à «des méthodes statistiques appropriées au premier rang desquelles figurent les études d'évènements». Ces dernières permettent en effet d'évaluer l'impact d'une information trompeuse sur le cours de bourse en neutralisant l'influence des autres facteurs exogènes. Afin de démystifier cette nouvelle approche, déjà pratiquée aux USA, il nous apparaît utile de présenter les principaux jalons de sa mise en œuvre, dans le cadre de l'évaluation d'un préjudice résultant de la diffusion d'une fausse information sur le marché.

La période d'analyse

L'évaluateur doit tout d'abord déterminer avec précision la ou les dates auxquelles le marché a pris connaissance de l'information erronée puis des corrections apportées. Les analyses de l'évaluateur doivent être réalisées sur une fenêtre la plus réduite possible.

La modélisation du rendement normal de l'action

Reposant sur l'efficience du marché boursier¹ et la modélisation de la rentabilité d'un titre, l'étude d'évènements permet de déterminer si le rendement d'un titre peut être considéré comme anormal. Pour établir ce rendement anormal, l'évaluateur doit créer un modèle de régression simple ou multiple permettant de déterminer le rendement normal du titre en fonction de l'évolution d'un ou de plusieurs indices,

ou titres comparables, tout en tenant compte de la volatilité². Ce modèle est généralement construit par référence à l'évolution du cours de bourse pendant une période non impactée par l'information financière erronée. Après s'être assuré de la robustesse statistique de son modèle, l'évaluateur calcule le rendement normal attendu de l'action qui aurait dû être observé indépendamment des évènements propres à la société. Cette notion de rendement anormal permet d'identifier les causes d'évolution d'un titre, ce que le simple examen de son cours de bourse ne permet pas de faire.

L'identification des rendements anormaux

Pour chaque jour de bourse de la période analysée, la différence entre le rendement réel constaté et le rendement normal théorique correspond à «l'alpha». L'évaluateur doit, d'une part, vérifier à l'aide de tests statistiques que ces écarts de rendements ne résultent pas du hasard et d'autre part, identifier ceux qui sont statistiquement anormaux. Dans le cas d'une population suivant une loi normale, l'écart de rendement sera généralement considéré comme statistiquement anormal s'il n'est pas compris dans la plage $\pm 1,96$ écart-types.

La transformation du rendement anormal en évolution anormale du cours

Sur la base des rendements anormaux retenus, l'évaluateur va calculer leurs impacts en valeur sur le cours du titre. Dans la mesure où les impacts³ ne suivent pas nécessairement la même distribution statistique que les écarts de rendement, il convient de vérifier statistiquement que les impacts en

valeur sur le cours du titre sont bien anormaux. L'existence d'un rendement anormal n'implique pas mécaniquement un impact statiquement significatif sur la valeur 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.

Plus objective et précise, quant au chiffrage, que le recours à un préjudice de perte de chance purement forfaitaire, la mise en œuvre par l'évaluateur de l'étude d'événements demeure une opération complexe qui nécessitera rigueur scientifique et effort de pédagogie dans le cadre des préjudices boursiers. ■

1. Selon FAMA : « prices reveal all available information »
2. L'évaluateur doit tenir compte du fait que le rendement théorique d'une action est influencé par les fortes variations des jours précédents
3. Ecart entre le cours réel et le cours normal

Trois questions à... FINEXSI

Quelles sont selon vous les problématiques actuelles du marché ?

Finexsi continue d'intervenir sur des contentieux de natures très diverses comme la rupture brutale de relations commerciales établies, la mise en jeu de garantie d'actif et de passif ainsi que l'appréciation de compléments de prix. Nous sommes également sollicités pour des préjudices liés à un sinistre industriel, et de façon plus générale sur des chiffrages de pertes d'exploitation.

Nous sommes actuellement sollicités pour des contentieux boursiers nécessitant le chiffrage du préjudice pour l'actionnaire ou pour l'émetteur. Ces sujets étant particulièrement complexes, notre rôle est d'abord d'apporter un éclairage technique au juge, ce qui suppose un travail d'analyse et de contextualisation très précis qui nécessite souvent un travail de modélisation des opérations litigieuses avant d'apporter une appréciation pertinente du chiffrage de préjudice. La

pratique dans ce domaine est d'ailleurs en pleine évolution et les experts financiers sont amenés à proposer des approches d'évaluation structurées et adaptées. Il s'agira souvent d'établir par une étude d'événement l'incidence qu'ont eu les faits mis en cause sur le cours de bourse, puis à inventorier et chiffrer leurs conséquences de toute nature pour l'émetteur ou pour l'actionnaire.

Quelles sont les particularités de votre équipe dédiée à ces dossiers ?

L'équipe qui intervient sur les dossiers d'assistance au contentieux est constituée de collaborateurs qui ont également des compétences en audit financier et en évaluation d'entreprise. Cette complémentarité est nécessaire pour traiter des situations complexes où se mêlent souvent des problématiques financières, économiques, juridiques et comptables. Elle nous permet d'être plus pertinents et de maîtriser tous les aspects du dossier afin

de restituer de façon simple et intelligible l'analyse de situations financières très complexes, pour l'information des conseils et des juges.

Devant la complexité croissante des contentieux financiers, nous avons récemment renforcé notre équipe en recrutant un évaluateur modélisateur qui a une expertise dans le domaine des produits structurés et instruments complexes.

Un de nos associés est expert judiciaire inscrit à la Cour d'appel de Paris et agréé par la Cour de cassation.

Comment accompagnez-vous vos clients

Dans ce type de missions, nous échangeons avec les avocats pour prendre connaissance du contexte et comprendre les stratégies juridiques. Nous mobilisons les ressources de notre client pour réunir l'information de façon exhaustive et pour identifier les questions pertinentes à traiter. En

pratique, notre démarche porte sur 4 points clefs. D'abord, une contextualisation approfondie du litige, qui se révèle souvent fondamentale. Dans un deuxième temps, nous mettons en œuvre une méthodologie adaptée à la problématique posée (dommage, faute, lien de causalité, perte subie, gain manqué, perte de chance). Puis, nous définissons une approche entre toutes les composantes du litige (comptables, financières, juridiques...) et préparons les notes et rapports appropriés dans le contexte. Nos rapports doivent parfaitement répondre aux standards requis d'objectivité, d'indépendance, d'argumentation et de justification, pour établir notre appréciation technique sur le dossier. L'objectif est toujours de rendre accessibles et clairs notre analyse et nos résultats pour le lecteur non spécialiste. C'est le seul moyen de proposer une aide efficace pour notre client, propice à la résolution du contentieux !