

INFORMATION DU PUBLIC

Affaire *Montaigne Fashion Group* : précisions sur le régime de la faute des dirigeants pour mauvaise information du public, approximations dans le calcul du préjudice BJB201p8

Dominique BOMPPOINT

Avocat au barreau de Paris
Cabinet Bompoin

Vincent RAMONÉDA

Docteur en droit
Avocat au barreau de Paris
Cabinet Bompoin

— L'ESSENTIEL

Par un arrêt du 14 septembre 2023, la cour d'appel de Paris précise le régime de l'action indemnitaire des actionnaires contre les dirigeants d'une société cotée déjà sanctionnés par l'AMF pour diffusion d'informations fausses ou trompeuses.

CA Paris, 5-9, 14 sept. 2023, n° 21/11057 : consultable à l'adresse <https://lex.so/WpYBur>

— NOTE

Après avoir été portée devant la Cour de cassation au titre des manquements administratifs sanctionnés par l'Autorité des marchés financiers (AMF), l'affaire *Montaigne Fashion Group* fait l'objet d'un nouvel arrêt de la cour d'appel de Paris, cette fois dans le cadre d'une action indemnitaire engagée par des actionnaires contre d'anciens dirigeants. Cette décision apporte des précisions sur le régime de l'indemnisation des préjudices boursiers, tout en fournissant une nouvelle illustration d'une condamnation civile de dirigeants intervenant après des sanctions infligées par l'AMF pour diffusion d'informations fausses ou trompeuses.

L'émetteur en l'espèce, *Montaigne Fashion Group* (MFG), ancienne société *Regina Rubens* de triste mémoire, avait connu un certain nombre de déboires financiers : après un premier redressement judiciaire en 2009, la SARL *Jekiti Mar Capital*, holding de reprise créé pour les besoins de l'opération, en était devenue le premier actionnaire. Les difficultés ayant persisté, le plan de redressement, bien qu'assoupli en 2014, ne fut pas respecté et la société fut liquidée en 2015.

La qualité de l'information publiée par MFG durant les années précédant sa liquidation fut mise en cause. En particulier, il apparut que la société, par l'intermédiaire de son président-directeur général (PDG), par ailleurs gérant de la SARL *Jekiti Mar Capital*, et de son directeur général délégué, avait laissé croire au marché que MFG pouvait honorer les échéances prévues en octobre 2014 par son plan de redressement. Ce n'était pas le cas et l'AMF engagea une enquête qui fit ressortir le caractère trompeur de l'information diffusée par l'émetteur et ses dirigeants. Par une décision du 17 avril 2019, la commission des sanctions infligea des peines de 90 000 €

à l'émetteur ainsi que de 75 000 € et 250 000 €, respectivement, à la SARL *Jekiti Mar Capital* et à son gérant¹. Cette décision fut confirmée par un arrêt de la cour d'appel de Paris du 17 septembre 2020², lui-même entériné par une décision de la Cour de cassation du 21 avril 2022³.

S'estimant lésés par les informations publiées par la société entre 2010 et 2015, plusieurs actionnaires saisirent la juridiction commerciale pour se faire indemniser par le PDG et deux administrateurs – son épouse et leur holding familial la société civile *Jekiti Mar* détentrice de l'intégralité des parts de la SARL *Jekiti Mar Capital* – du préjudice découlant de la perte de la chance d'avoir pu céder leurs titres MFG plus tôt ou, selon le cas, d'avoir investi dans MFG. Au nombre des fautes reprochées figuraient des manquements sanctionnés par l'AMF ainsi que la dissimulation, dans la documentation publique de MFG, de la condamnation du PDG à une interdiction de gérer qui avait été prononcée à son encontre dans une précédente affaire.

Par un jugement du 2 octobre 2020, le tribunal de commerce de Paris accueillit ces demandes et condamna le PDG à indemniser les demandeurs ; la responsabilité de son épouse fut retenue mais seulement pour une partie des fautes reprochées à son mari⁴. Un jugement complémentaire du 21 mai 2021 fixa le montant des dommages et intérêts à allouer entre les actionnaires demandeurs⁵.

1 AMF, déc., 17 avr. 2019, n° 4, SAN-2019-04 : BJB juill. 2019, n° BJB118j9, note J.-P. Pons-Henry et A. Terrade.

2 CA Paris, 17 sept. 2020, n° 19/11033.

3 Cass. com., 21 avr. 2022, n° 20-21753.

4 T. com., 2 oct. 2020, n° J2019000061.

5 T. com., 21 mai 2021, n° J2019000061.

L'ancien PDG et son épouse interjetèrent appel de ces décisions, de même que des actionnaires minoritaires agissant à titre incident. Aux termes de l'arrêt du 14 septembre 2023 ici commenté⁶, la cour d'appel de Paris retient la responsabilité du PDG et des deux autres administrateurs quant aux fautes commises (I) en suivant pratiquement la même délimitation que le jugement, mais infirme certains éléments concernant l'évaluation du préjudice et l'imputabilité des dommages-intérêts alloués (II).

I. La faute

Dans l'appréciation des fautes reprochées aux dirigeants de MFG par ses actionnaires minoritaires, la cour d'appel de Paris s'est d'abord intéressée à celles du PDG (A) avant d'examiner le cas de son épouse et de leur société civile Jekiti Mar (B).

Les manquements imputés au premier ayant déjà été sanctionnés par l'AMF, le jugement porté sur ses actes en a été directement déduit ; mais l'issue de la procédure de sanction administrative n'a pas borné, hélas pour l'intéressé, le champ des fautes retenues à son encontre. Quant aux deux autres, la solution les concernant privilégie une conception formelle des faits générateurs de responsabilité qui pourrait ne pas inciter les administrateurs à faire preuve d'initiative dans l'exercice de leurs fonctions.

A. Le cas du PDG

Les actionnaires minoritaires demandaient réparation au PDG de trois fautes concernant, toutes, l'information publique diffusée par l'entreprise MFG. Les deux plus récentes avaient donné lieu à une sanction administrative de l'AMF pour manquement aux obligations d'information des émetteurs (2), ce qui n'était pas le cas de la plus ancienne (1), identifiée par les enquêteurs de l'autorité de marché mais laissée hors du champ temporel de leurs investigations.

1. La faute laissée hors du champ de la procédure de sanction administrative de l'AMF

Plusieurs années avant les faits couverts par l'enquête de l'AMF, le PDG avait été nommé à ces fonctions alors qu'une interdiction de gérer de cinq années le liait pour encore quatre mois. Sa nomination avait donné lieu à la diffusion d'un communiqué de presse ne disant rien de ce léger détail ; de même, le document de référence afférent à l'exercice de sa nomination affirmait l'absence de toute condamnation, en vigueur ou passée, prononcée à l'encontre des dirigeants⁷.

Le caractère trompeur des affirmations contenues dans le document de référence ne prêtait guère à discussion, en dépit du moyen de défense insolite opposé par l'intéressé selon lequel la condamnation n'avait pas à être révélée pour avoir expiré à la date de publication du document. Son imputabilité n'était pas davantage contestable, compte tenu de la formule sacramentelle faisant attester en première page du document, par le représentant légal de l'émetteur qu'il était, que ses informations étaient conformes à la réalité et ne comportaient pas d'omission de nature à en altérer la portée.

La critique du communiqué de presse pouvait, elle, faire hésiter un instant, puisqu'en annonçant que l'intéressé avait été désigné PDG, il rapportait une information d'un certain point de vue exacte. Mais la cour d'appel relève à juste titre, un peu plus loin dans son arrêt quand cette même faute est imputée aux deux autres administrateurs, qu'une telle diffusion véhiculait une information trompeuse en laissant croire au public que l'intéressé disposait de la capacité juridique requise pour l'exercice de ses fonctions.

C'est d'ailleurs à cette occasion que la cour se prononce explicitement au visa des textes boursiers fixant les critères de l'information publique des émetteurs⁸ ; elle confirme par là même, d'une part, qu'aucun monopole d'interprétation ne bénéficie, les concernant, à l'autorité boursière, d'autre part, qu'un fait identifié mais non poursuivi par cette dernière peut néanmoins être qualifié d'infraction aux règles boursières par les tribunaux et engager la responsabilité civile de son auteur dans une action indemnitaire.

2. Les fautes déjà sanctionnées par l'AMF

Trois ans avant l'arrêt commenté, la cour d'appel de Paris avait confirmé la sanction pécuniaire de 250 000 € infligée par l'AMF au PDG pour absence de déclaration d'opérations sur titres par un administrateur, utilisation d'informations privilégiées, diffusion tardive d'information privilégiée et diffusion d'information trompeuse. Les deux derniers manquements revenaient sur le devant de la même scène : les actionnaires minoritaires, faisant valoir que leur mésinformation avait faussé leurs décisions d'investissement, demandaient à la cour d'appel de tirer les conséquences de son arrêt de 2020 en jugeant que ces fautes ne pouvaient plus être contestées en tant que telles, pour avoir été caractérisées comme autant de manquements aux règles boursières par une décision de sanction définitive ; par suite, s'agissant d'infractions à des dispositions réglementaires applicables aux sociétés anonymes⁹, elles satisfaisaient la première condition d'engagement de la responsabilité du directeur général en application des dispositions de l'article L. 225-251, alinéa 1, du Code de com-

6 V. Dr. sociétés 2023, comm. 141, note J. Granotier.

7 Cette rubrique est désormais prévue par la section 12.1 des documents d'enregistrement universel, annexe A.1 du règlement délégué UE n° 2019/980 du 14 mars 2019. Selon ce texte, les déchéances à mentionner sont celles prononcées « au moins » au cours des cinq dernières années, ce qui laisse tout aussi songeur que l'interprétation à donner à la notion d'avoir été « mis en cause » par des autorités, dont la publicité imposée fait injure à la présomption d'innocence.

8 L'article 632-1 du RGAMF applicable à l'époque des faits (2010).

9 Cette formule ne se limite pas au droit spécial des sociétés mais s'entend « de tout le droit privé (...) notamment les règles devant être respectées par tous les opérateurs économiques », ce qui inclut la réglementation boursière ; B. Le Bars, Rép. sociétés Dalloz, v° Responsabilité civile des dirigeants sociaux, § 32.

merce¹⁰, de sorte que le débat ne devait plus porter que sur le quantum du préjudice indemnisable.

Cette prétention a été accueillie par les juges d'appel, qui ont estimé « [qu']en l'état d'une décision définitive reconnaissant la faute commise », le PDG ne pouvait plus la contester.

L'autorité ainsi reconnue à la chose jugée dans le cadre de la sanction administrative sur le contentieux de la responsabilité civile n'est pas sans rappeler la jurisprudence *Marionnaud* de 2013, où la cour d'appel de Paris a retenu que la faute d'un émetteur envers ses actionnaires victimes d'informations trompeuses était d'ores et déjà établie dès lors que, cinq ans auparavant, elle-même avait rendu définitive, par un arrêt de rejet, la sanction infligée par l'AMF à cet émetteur au titre des manquements à l'obligation d'information du public que les faits en cause caractérisaient¹¹.

La cour d'appel de Paris a confirmé cette analyse en 2020 dans une affaire *Altran Technologies*, en jugeant que son arrêt confirmant une sanction de l'AMF avait « établi l'existence des manquements, et leur imputabilité aux dirigeants et à la personne morale, caractérisant, sans qu'il soit nécessaire de reprendre les motivations de la décision, l'existence d'une faute, qui peut être le fondement de l'action indemnitaire des parties civiles »¹². Cette position a cependant été contredite en 2021 par le tribunal de commerce de Paris, qui a estimé ne pas être lié, pour l'appréciation de fautes invoquées au soutien d'une action indemnitaire, par un arrêt de la cour d'appel de Paris ayant rendu définitive une sanction administrative de l'AMF fondée sur les mêmes faits¹³.

La solution fournie par l'arrêt commenté revient à créer, pour les sanctions de l'AMF concernant des manquements aux obligations d'information des émetteurs, un régime de responsabilité civile dérivée similaire à celui fixé par le Code de commerce en matière de pratiques anticoncurrentielles : lorsque ces pratiques ont été reconnues et imputées comme

telles par une décision définitive de l'Autorité de la concurrence, elles sont légalement présumées avoir été établies de manière irréfragable dans les contentieux indemnitaires qui seraient fondés sur les mêmes faits¹⁴.

Ce résultat, prôné en doctrine¹⁵, aligne ainsi le régime de la responsabilité civile des émetteurs, en cas d'infraction à leurs obligations d'information, sur celui des atteintes portées au droit de la concurrence¹⁶. Son principal attrait, pour les amateurs de jardins à la française, est d'éviter la contradiction de jugements au sein de chacun de ces régimes, puisque dans les deux cas, la décision prise au terme de la procédure de sanction administrative, quant à la caractérisation des infractions et leur imputabilité, s'imposera au juge de la responsabilité civile. Cela suffit-il pour s'en satisfaire ?

La définition des manquements tenant à l'inexactitude ou au caractère trompeur de l'information financière intègre expressément, depuis l'adoption de l'article 632-1 du règlement général de l'AMF (RGAMF) puis sous l'empire du règlement *MAR*¹⁷, une part d'intentionnalité : l'autorité sanctionnatrice doit établir que le mis en cause « savait ou aurait dû savoir » que les informations en cause étaient fausses ou trompeuses¹⁸. Sur le plan des critères, il est donc difficile de nier qu'un tel comportement satisfasse également ceux de la faute civile, que la simple négligence peut caractériser¹⁹. Mais d'un juge à l'autre, le regard porté sur ces notions subjectives que sont l'*exactitude* ou la *sincérité* d'une communication publique est susceptible de varier, comme sur le degré de connaissance des défauts affectant cette communication que son auteur avait ou – point plus discuté encore – aurait dû avoir.

Cette observation n'est pas moins vraie à propos du manquement, présent lui aussi dans l'arrêt commenté, de diffusion tardive d'une information privilégiée, dont les critères autorisent des points de vue différant d'un observateur à l'autre : une information *précise ; utile* à la décision d'investissement

10 « Les administrateurs et le directeur général sont responsables individuellement ou solidairement selon le cas, envers la société ou envers les tiers, soit des infractions aux dispositions législatives ou réglementaires applicables aux sociétés anonymes, soit des violations des statuts, soit des fautes commises dans leur gestion ».

11 CA Paris, 19 mars 2013, n° 11/06831, Prévoyance Capitalisation ESCA c/ Marionnaud Parfumeries.

12 CA Paris, 10 mars 2020, tel que cité par Cass. crim., 13 avr. 2022, n° 20-83524, pt 41 : BJB mai 2022, n° BJB2007, note R. Salomon. Cet arrêt a cependant été cassé par la chambre criminelle sur un motif ayant trait à la prescription de l'action publique. Il n'est pas évident de déduire de cette citation de l'arrêt d'appel, dépourvue de tout commentaire, que la chambre criminelle aurait adopté, ce faisant, la position des juges du second degré affirmant l'autorité, sur le contentieux de la responsabilité civile, de la chose jugée au terme de la procédure de sanction administrative ; *contra*, P.-H. Conac, *Rev. sociétés* 2022, p. 270, § 19.

13 T. com. Paris, 7 juill. 2021, n° 2012029636 : « La commission des sanctions (...) a pour fonction de prononcer des sanctions disciplinaires au titre de tout manquement aux obligations professionnelles définies en tant que telles au sein du Règlement Général de la COB puis de l'AMF ; (...) la cour d'appel de Paris, quand elle statue sur recours suite aux décisions de la commission des sanctions, statue en fait et en droit en disposant de la plénitude de juridiction mais seulement dans la limite des compétences de la commission des sanctions ; (...) les manquements administratifs ainsi relevés ne peuvent être en eux-mêmes et par principe constitutifs d'une faute ainsi laissée à l'appréciation du tribunal de céans (...) [la] décision [de la cour d'appel de Paris] ne porte que sur la sanction, et (...) au regard de l'appréciation de la faute dans le présent litige, elle ne lie pas le tribunal » ; v. P.-H. Conac, *Rev. sociétés* 2022, p. 270 ; Dr. sociétés 2021, comm. 135, note O. de Bailliencourt.

14 C. com., art. L. 481-1 et s., spéc. C. com., art. L. 481-2, al. 1. Ce dispositif, introduit en application de la directive n° 2014/104/UE du 26 novembre 2014, spécialement son article 9, 1, érige également en preuves d'une pratique anticoncurrentielle les décisions définitives rendues en cette matière par les autorités compétentes des autres états membres de l'Union européenne (al. 2), et va jusqu'à donner une liste non exhaustive des chefs de préjudice dont les victimes sont fondées à demander réparation (C. com., art. L. 481-3).

15 V. Dr. sociétés 2021, comm. 135, note O. de Bailliencourt ; J. Danet, *Rép. pén. Dalloz*, v° Autorité au civil de la chose jugée au pénal, § 150 et les opinions, non unanimes, citées. V. également P.-H. Conac, *Rev. sociétés* 2022, p. 270.

16 En matière de pratiques anticoncurrentielles, la prééminence reconnue à la décision de l'autorité administrative procède d'un texte à valeur législative de source supranationale ; elle est plus fragile en matière boursière, n'étant que prétorienne et sans avoir été explicitement validée, à notre connaissance, par la Cour de cassation ; v. nos observations *supra* au sujet de l'arrêt de la chambre criminelle rendu dans l'affaire *Altran Technologies*.

17 PE et Cons. UE, régl. n° 596/2014, 16 avr. 2014, sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché), dit *MAR*, art. 12.1.c.

18 L'insertion de cette conditionnalité a justifié son application rétroactive *in mitius* aux dossiers de sanction en cours lors de l'entrée en vigueur de l'article 632-1 du RGAMF, v. Cass. com., 19 déc. 2006, n° 05-18833, BJS mai 2007, n° 5, p. 580, note C. Arsouze.

19 Aussi bien en droit commun de la responsabilité délictuelle (C. civ., art. 1241) que dans la responsabilité des dirigeants de sociétés anonymes, v. B. Le Bars, *Rép. sociétés Dalloz*, v° Responsabilité civile des dirigeants sociaux, § 42 et s. ; D. Gibirila et H. Azarian, *JCl. Commercial*, fasc. 1053, v° Dirigeants sociaux – Responsabilité civile, § 7.

d'un investisseur *raisonnable* ; dont l'émetteur n'avait pas d'intérêt *légitime* à retarder la diffusion ; dont la conservation *n'était pas susceptible* d'induire le public en erreur²⁰.

Certes, si l'affaire vient deux fois devant la cour d'appel de Paris, d'abord dans le cadre d'un recours formé contre la sanction de l'AMF, ensuite pour une action indemnitaire, une contrariété de décisions sera peu probable bien que les chambres les prononçant ne soient pas les mêmes. Mais si le contentieux de la responsabilité civile est porté devant une juridiction d'un autre ressort, rien ne dit que cette dernière fera siens les constats de sa collègue de l'Île de la Cité si elle décide de juger elle-même, en partant de zéro, toutes les questions de fait et de droit posées par l'action indemnitaire, plutôt que de recopier les conclusions de la procédure de sanction administrative – ce à quoi ne l'oblige aucune règle de droit²¹, ni aucune considération de compétence technique supérieure qu'aurait le juge du manquement administratif sur celui de l'action indemnitaire.

Si le juge de l'action indemnitaire devait être lié par les conclusions de la procédure de sanction administrative, ce principe d'autorité devrait forcément jouer dans les deux cas de figure : pas uniquement lorsqu'une sanction a été prononcée, mais aussi lorsque la personne poursuivie devant l'AMF a été mise hors de cause. Il y a fort à parier qu'à l'idée que des actionnaires s'estimant victimes d'une information trompeuse seraient privés du droit d'agir contre l'émetteur dès lors qu'une procédure de sanction administrative à laquelle ils n'auraient pas participé aurait lavé l'émetteur et ses dirigeants de tout manquement, le bien-fondé de cette thèse apparaîtra moins évident à ses partisans.

B. Le cas des deux autres administrateurs

Il s'agissait de l'épouse du PDG et de leur holding familial Jekiti Mar, constituée sous la forme d'une société civile²².

Ni l'un ni l'autre n'avaient été concernés par la procédure de sanction administrative de l'AMF, ce qui n'a rien d'étonnant puisque sauf s'il a été investi de pouvoirs particuliers ou s'il a personnellement communiqué au public une information fautive ou trompeuse, l'administrateur n'est pas au nombre

des personnes auxquelles les infractions d'un émetteur à ses obligations d'information du public peuvent être imputées²³.

C'est donc sans l'appui d'une décision préalable de l'autorité boursière qu'il appartenait à la cour d'appel de Paris de statuer sur leur responsabilité à raison des fautes de MFG à savoir : la diffusion du communiqué de presse annonçant la nomination du PDG sans signaler son interdiction de gérer, dont les deux intéressés sont jugés responsables (1) ; la révélation tardive d'une information privilégiée et la diffusion d'informations trompeuses sur le soutien financier apporté par l'actionnaire principal, qui, en revanche, ne leur sont pas imputées (2).

1. Responsables de l'information diffusée sur la nomination illicite du PDG

Les deux administrateurs étaient responsables de la nomination du PDG puisqu'ils avaient voté en faveur de sa désignation en conseil d'administration²⁴. Mais c'était à cause du communiqué de presse informant le public de cette nomination que les actionnaires minoritaires disaient avoir été induits en erreur, or cet acte de gestion était le fait du PDG.

Les juges d'appel en déclarent néanmoins les deux administrateurs responsables aux côtés du PDG, au motif qu'ils étaient informés, d'une part, de l'interdiction de gérer frappant l'intéressé, ce qui était indéniable puisque le jugement l'ayant prononcée avait aussi condamné l'un d'eux – l'épouse – à une interdiction de même nature, et que mari et femme co-dirigeaient l'autre administrateur ; d'autre part, que la nomination du PDG ferait l'objet d'un communiqué de presse. Sur ce dernier point, la cour d'appel affirme que la certitude de cette communication aurait notamment découlé du fait que MFG était cotée en bourse, ce qui est plus sûr au niveau des usages qu'en droit puisqu'aucune obligation ou recommandation n'existe en ce sens, sauf à considérer que la nomination d'un PDG serait, par nature, une information privilégiée.

L'exercice délicat de la généralisation est tentant ; il consisterait à poser que si des administrateurs prennent sciemment, dans le cadre de leur compétence, une décision fautive appelée à être rendue publique, et que cette information induit les actionnaires en erreur, ces administrateurs seront responsables des préjudices qui résulteront de cette communication. Encore faudrait-il réserver l'hypothèse où l'erreur tiendrait aux termes dans lesquels cette information aurait été donnée au public, pour autant qu'ils n'aient pas été approuvés en conseil.

Cet enseignement ne serait pas sans lien avec la jurisprudence *Crédit Martiniquais*, en ce qu'elle a retenu la responsabilité des administrateurs pour avoir masqué à l'égard des tiers les

20 Pour ne reprendre qu'une partie des critères de l'information privilégiée listés par l'article 7.1 et de ceux du différé de diffusion fixés par l'article 12.4 du règlement *MAR*.

21 Aucune des conditions de l'autorité de la chose jugée posées par l'article 1355 du Code civil ne sera satisfaite : la chose demandée dans l'action indemnitaire n'est pas la même que dans le recours visant la décision de sanction de l'AMF ; la demande n'est pas fondée sur la même cause et elle n'oppose pas les mêmes parties. De même, le principe de l'autorité de la chose jugée au pénal sur le civil est sans application ici (v. Dr. sociétés nov. 2021, comm. 135, note O. de Baillencourt), même si le recours juridictionnel ouvert contre les décisions des autorités administratives indépendantes et la dimension pénale, au sens européen, de leurs décisions, donne des arguments en faveur d'une extension de ce principe à ces dernières (v. J. Danet, Rép. pén. Dalloz, v° Autorité au civil de la chose jugée au pénal, § 150).

22 Rien dans l'arrêt d'appel ne permet de comprendre pourquoi le représentant permanent de cette société civile, qu'en tant qu'administrateur de MFG elle devait avoir désigné, et dont les responsabilités étaient les mêmes que s'il était administrateur en nom propre (C. com., art. L.225-20), n'a pas été dans la cause.

23 V. AMF, déc., 24 mai 2007, SAN-2007-18, Y. Paclot. JCPE 2015, 1025, à propos de Cass. com., 7 oct. 2014, n° 13-18871.

24 Conformément à une pratique répandue qui altère le caractère collégial de l'organe social, la société avait fait état, dans son communiqué de presse, d'un vote unanime en faveur de cette nomination.

difficultés de l'entreprise en approuvant des comptes (très) insuffisamment provisionnés²⁵.

2. Non responsables des informations tardives ou trompeuses diffusées par le PDG

Les fautes imputées au PDG, pour avoir tardivement publié une information privilégiée puis diffusé une information trompeuse à propos du soutien financier de l'actionnaire principal, étaient également reprochées par les actionnaires minoritaires aux deux autres administrateurs.

Les juges d'appel les en dérogent, au motif que « pour qu'il soit retenu une faute à l'encontre des membres d'un conseil d'administration encore faut-il que la décision fautive ait été soumise à leur vote », condition qui n'était pas satisfaite en l'occurrence.

La cour s'emploie à conforter cette observation formelle en notant qu'il n'était pas prouvé que les deux administrateurs avaient reçu les informations qui leur auraient permis de prendre conscience des irrégularités affectant la communication publique de l'entreprise. Cependant, elle précise qu'il ne doit être tenu compte que des informations reçues par les intéressés dans le cadre de leur mandat social, évacuant par là même les canaux de transmission dont la qualité d'épouse de l'une, et de holding familial de l'autre, autorisait à présumer l'existence. De cette ignorance il s'évinçait que ces défauts de communication ne pouvaient pas participer d'une décision de conseil d'administration.

Faut-il en déduire que les administrateurs ne peuvent être tenus responsables des préjudices causés par les communications publiques initiées par la seule direction générale, dès lors qu'ils n'ont pas reçu ces informations – la précision est d'importance – les informations permettant d'en constater le caractère irrégulier ? En ce qu'elle subordonne l'engagement de leur responsabilité à la condition que la décision fautive ait été soumise à leur vote, la cour d'appel pourrait même aller plus loin et dégager de toute responsabilité les administrateurs qui, tout en étant informés, ces informations, que le directeur général diffuse des communications trompeuses, le laisseraient faire au lieu d'en saisir le conseil d'administration.

Une telle solution ne serait pas aisément conciliable avec le fait qu'aux termes de l'article L. 225-35 du Code de commerce, le conseil d'administration « se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent » (C. com., art. L. 225-35, al. 1), une prérogative qui n'est pas anodine puisqu'elle vaut aux administrateurs d'être toujours qualifiés de dirigeants de droit pour les besoins de l'action en comblement de passif bien que la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001, dite *NRE*, les ait privés du pouvoir de représentation légale qu'ils partageaient jusqu'alors avec le PDG²⁶.

25 Cass. com., 30 mars 2010, n° 08-17841.

26 V. B. Saintourens, note ss Cass. com., 31 mai 2011, n° 09-13975, BJS oct. 2011, n° 405, p. 817.

Le double bouclier que l'arrêt commenté offre aux administrateurs, d'une part en bornant leur connaissance aux seules informations obtenues ces informations et ce, aussi intimes que puissent être les liens les unissant au directeur général, d'autre part en ne les rendant responsables que des décisions soumises à leur vote, pourrait les inciter à ne pas vérifier l'exactitude et la sincérité des communiqués de presse diffusés à l'initiative du directeur général, ou à s'abstenir d'en débattre en conseil.

Sur ce tout dernier point, l'arrêt commenté infléchirait la jurisprudence *Gaudriot*, selon laquelle des administrateurs informés des difficultés affectant la communication publique faite à l'initiative du directeur général portent avec lui la responsabilité des préjudices en résultant dès lors qu'ils se sont abstenus de « débattre de toutes difficultés portées à leur connaissance »²⁷. L'empreinte profonde laissée par cette jurisprudence fait douter que la Cour de cassation fasse totalement sienne, si l'arrêt commenté lui est soumis, une affirmation qui, prise à la lettre, autoriserait des administrateurs à ne pas se saisir des défauts affectant la communication publique faite par le directeur général et dont ils auraient été informés ces informations.

II. Le préjudice

Après avoir caractérisé la faute consistant dans la diffusion d'informations fausses ou trompeuses, les juges d'appel se sont livrés à la tâche, délicate, d'établir le préjudice subi par les actionnaires intimés (A) et d'en chiffrer le montant (B).

A. La nature du préjudice

Face à la communication défaillante d'un émetteur, il paraît désormais acquis que le préjudice subi par les actionnaires ne correspond pas à la perte de valeur de leurs titres, car on ne peut affirmer que l'information trompeuse a été l'*unique* cause de cette perte. La jurisprudence cantonne alors le préjudice indemnisable des actionnaires à la perte de chance d'avoir pu mieux arbitrer leur position, en vendant leurs titres, en les conservant ou en achetant d'autres, selon le cas. Ainsi, cette réparation est nécessairement partielle – comme pour toute perte de chance – car il n'est pas certain que s'ils avaient été correctement informés, les actionnaires auraient agi différemment. Cette solution se dégage, notamment, de l'arrêt *Gaudriot*²⁸.

La cour d'appel confirme donc l'approche des premiers juges qui avaient exclu la demande des actionnaires de les indemniser à hauteur de la totalité du prix d'acquisition de leurs titres. En effet, il ne paraît pas contestable que la perte de leur

27 Cass. com., 9 mars 2010, n° 08-21547 et 08-21793, EPF Partners : BJS juin 2010, n° 109, p. 537, note D. Schmidt ; BJB juill. 2010, n° 41, p. 316, note N. Rontchevsky, observant que « le grief est de ne pas avoir décidé d'adopter une autre méthode comptable et de n'avoir pas réagi à des communiqués dont les administrateurs ne pouvaient pas ignorer le caractère mensonger ».

28 Cass. com., 9 mars 2010, n° 08-21547 et 08-21793, EPF Partners : BJS juin 2010, n° 109, p. 537, note D. Schmidt ; BJB juill. 2010, n° 41, p. 316, note N. Rontchevsky. *Contra*, T. com. Paris, 7 juill. 2021, n° 2012029636 : v. *supra*, note 13.

investissement trouvait son origine non dans la communication défaillante de la société MFG, mais dans les difficultés financières qui avaient conduit l'entreprise au dépôt de bilan. Partant, et en conformité avec la jurisprudence *Gaudriot*, seul le préjudice de ne pas avoir pu réaliser, en connaissance de cause, un meilleur arbitrage de leur investissement, ouvrait droit à l'indemnisation des actionnaires.

La perte de chance se ramifie ensuite en deux branches : si l'actionnaire avait connu l'information dissimulée, soit il n'aurait pas investi dans cette société, soit il aurait vendu ses titres s'il en détenait déjà. Les juges consulaires, comme la cour d'appel, ont considéré que le pourcentage de perte de chance devait être identique dans ces deux cas. Cette solution peut toutefois interroger : l'actionnaire qui détient déjà des titres de la société n'aura-t-il pas plus naturellement tendance à tenter de les conserver malgré de mauvaises annonces ? La décision de prendre ses pertes en soldant son investissement après la diffusion d'une mauvaise information est sans doute plus difficile que celle de renoncer à un investissement quand on a eu la chance d'apprendre, juste à temps, qu'il aurait pu s'avérer calamiteux. On peut douter que les probabilités soient les mêmes dans les deux cas. De tels ressorts, éminemment psychologiques, restent cependant insondables et peuvent dès lors justifier l'assimilation opérée par les juges, fût-ce au prix d'une première simplification de la réalité du préjudice subi par chaque actionnaire²⁹.

Les juges d'appel ont en revanche distingué deux préjudices³⁰, selon les fautes commises : le premier correspondait au fait d'avoir acquis des actions MFG, ou de les avoir conservées après la désignation illicite du nouveau PDG du 21 octobre 2010 ; le second était d'avoir acquis ou conservé des titres MFG après le 14 octobre 2014, correspondant à la date du défaut de paiement de l'échéance du plan de redressement par l'émetteur.

La décision commentée a donc le mérite d'apporter des éléments d'explication au chiffrage du préjudice, en individualisant ces derniers un tant soit peu, selon la date d'investissement de chaque actionnaire. Par-là, elle se distingue d'autres arrêts qui fixaient de manière plus péremptoire un montant d'indemnisation commun à tous les actionnaires³¹.

29 Pour une critique de l'absence d'individualisation des préjudices boursiers, v. J. Klein, « L'évaluation du préjudice financier dans les sociétés cotées. Pour une meilleure appréhension du préjudice subi par les victimes », JCP G 2015, doctr. 455, § 7.

30 Et non trois, comme l'avaient estimé les juges de première instance. Selon ces derniers, le fait d'avoir acquis ou de ne pas avoir cédé des titres après le communiqué de presse du 14 juin 2014, qui n'avait pas indiqué les difficultés rencontrées par MFG et avait fait état d'un soutien financier de l'actionnaire majoritaire, constituait un préjudice distinct. Cette partie du jugement est infirmée en appel : ayant considéré que la communication du 14 juin 2014 n'était pas fautive, la cour d'appel en déduit que l'acquisition d'actions après cette date ne caractérisait pas un préjudice différent de celui résultant de l'acquisition d'actions MFG après le 21 octobre 2010.

31 Not. CA Paris, 17 oct. 2008, n° 06/09036 ; BJB janv. 2009, n° 4, p. 28, note E. Dezeuze – CA Paris, 19 mars 2013, n° 11/06831.

B. Le quantum du préjudice

On sait que le juge français retient en principe une approche *in abstracto* du préjudice boursier, se refusant à individualiser son montant actionnaire par actionnaire. Si l'on vient de voir que dans la présente décision, les juges acceptent de « classer » les intimés selon la date de leur investissement, ils ne tiennent pas pour autant compte de la situation, plus spécifique, de chacun d'entre eux. Ainsi, la cour d'appel rejette les demandes des dirigeants de MFG visant à individualiser le préjudice des intimés selon qu'il s'agissait d'actionnaires historiques ou non, ou encore d'anciens dirigeants de la société. Dès lors que les préjudices se rattachaient exclusivement aux fautes reprochées aux dirigeants, les intimés devaient être placés sur un pied d'égalité et recevoir une indemnisation identique, selon la date d'acquisition de leurs titres. La cour d'appel confirme le jugement sur ce point.

Quant au chiffrage des préjudices subis, le tribunal de commerce de Paris avait invité les demandeurs, dans son jugement du 2 octobre 2020, à produire la ventilation, par date d'acquisition, du nombre d'actions MFG qu'ils détenaient, ainsi que leur prix de revient unitaire. Ce n'est qu'au vu de ces éléments que les juges consulaires se prononcèrent, dans une décision complémentaire du 21 mai 2021, sur le montant des dommages-intérêts attribués à chaque demandeur.

Les juges d'appel confirment alors l'approche des premiers juges consistant, après avoir identifié les différentes catégories de préjudices en cause, à attribuer un montant par action forfaitaire à chacune d'entre elles, correspondant à un pourcentage de perte de chance (1) appliqué à un prix de référence des titres (2).

1. La détermination du pourcentage de perte de chance

À chacune des deux « dates clés » d'investissement identifiées (21 octobre 2010 et 14 octobre 2014), les juges d'appel assignent un pourcentage correspondant à la perte de chance, pour les actionnaires, d'avoir pu procéder à un arbitrage différent.

Ainsi, pour le préjudice relatif à la dissimulation de la désignation illicite du PDG, ils valident le raisonnement des premiers juges qui avaient estimé que certains investisseurs auraient pu conserver leurs titres (s'ils en détenaient déjà) ou en acquérir de nouveaux après le 21 octobre 2010 quand bien même ils auraient été informés de son interdiction de gérer, en « préférant conserver un titre à vocation spéculative »³². Les appelants avaient saisi l'argument pour tenter de le retourner contre les minoritaires : selon eux, ceux-ci avaient réalisé, en connaissance de cause, un investissement particulièrement risqué en acquérant ou en conservant des actions MFG, dès lors qu'il n'avait échappé à personne que la société avait été engagée dans un plan de redressement judiciaire. Mais cet

32 T. com., 21 mai 2021, n° J2019000061.

argument ne suffit pas à écarter le préjudice. Au contraire, et sans davantage d'explication, la cour d'appel décide de rehausser la probabilité de perte de la chance d'avoir vendu (pour les actionnaires qui détenaient déjà des actions MFG au 21 octobre 2010) ou la perte de la chance de ne pas avoir acheté (pour ceux qui en avaient acquis après cette date), initialement évaluée à 50 % par le tribunal de commerce, à 75 %.

En revanche, les juges d'appel approuvent le jugement du 21 mai 2021 sur la perte de chance relative à la dissimulation du défaut de paiement de l'échéance d'octobre 2014. Pour eux, de deux choses l'une : soit les actionnaires avaient acquis leurs titres avant le 14 octobre 2014, auquel cas la perte de leur investissement résultait de la liquidation de la société et non des communications trompeuses, de sorte que leur préjudice n'était pas indemnisable faute de lien de causalité ; soit ils avaient acquis leurs actions après cette date et la perte de chance était de 100 % puisqu'aucun investisseur n'aurait raisonnablement acquis des actions de la société alors que sa liquidation était devenue certaine.

On peut regretter l'absence de motivation de la décision, tant des juges consulaires que de la cour d'appel, lorsqu'il s'est agi de fixer ces pourcentages de perte de chance. La formule des juges d'appel diffère d'ailleurs de celle des premiers juges : alors que ces derniers avaient tenté de justifier le pourcentage de 50 % par le fait qu'« un porteur sur deux aurait vendu », la cour d'appel ne reprend pas ces termes, sans pour autant revenir dessus – si ce n'est pour réviser le pourcentage à 75 %. Or cette présentation est surprenante, car le préjudice de perte de chance devrait correspondre à la probabilité qu'un actionnaire, s'il avait eu connaissance de l'information dissimulée, ait pris une décision d'investissement différente. Cette probabilité tient donc nécessairement à la personne de l'investisseur – à ses habitudes d'investissement, à son caractère averti ou profane, à son portefeuille de titres, ou encore à ses éventuelles contraintes patrimoniales. L'approche retenue, sous des faux airs de statistique, révèle donc, une nouvelle fois, la réticence du juge à individualiser le préjudice subi par chaque actionnaire. Il s'ensuit que certains intimés auront pu profiter d'un effet d'aubaine en se voyant indemniser alors qu'ils n'auraient pas, en tout état de cause, agi différemment s'ils avaient eu connaissance de l'information en cause³³.

La méthode d'indemnisation retenue gêne davantage lorsque les juges fixent à 100 % la probabilité, pour un actionnaire qui aurait été informé du défaut de paiement de l'échéance du plan, de ne pas avoir acheté des actions MFG après le 14 octobre 2014. Les juges consulaires avaient sur ce point pris quelques précautions de plume, abandonnées dans l'arrêt d'appel, en considérant que la perte de chance était « très voi-

sine de 100 % ». Or la perte d'une chance qu'un évènement se produise, si sa probabilité de réalisation est évaluée à 100 %, traduit, non plus une perte de chance, mais une perte sèche.

2. La fixation du prix de référence du titre

Les juges d'appel reprennent, là encore, le raisonnement des premiers juges consistant à appliquer le pourcentage de perte de chance à un prix de référence de l'action afin de déterminer l'indemnisation revenant à chacun des intimés.

Ainsi, pour les actionnaires qui détenaient des actions MFG au 21 octobre 2010, la cour d'appel estime que la perte de la chance de vendre³⁴ leurs titres à l'annonce de l'interdiction de gérer du PDG correspond à un prix de référence de 0,27 € par action multiplié par le pourcentage de perte de chance de 75 %, soit 0,2025 € par action.

Pour les actionnaires ayant acquis des actions entre le 22 octobre 2010 et le 14 octobre 2014, la perte de la chance de ne pas avoir acheté ces actions, pour avoir été tenus dans l'ignorance de l'interdiction de gérer frappant le PDG, est évaluée au montant de leurs achats multiplié par le pourcentage de perte de chance de 75 %.

Enfin, pour les actionnaires ayant acquis des actions à compter du 15 octobre 2014, alors que leur valeur était nulle du fait de la liquidation à venir de la société, la perte de la chance de ne pas les avoir achetées est fixée au montant de leurs achats multiplié par le pourcentage de perte de chance de 100 %.

Au total, le montant des préjudices indemnisables mis à la charge des époux et de leur holding atteint près d'un million d'euros, ce chiffre ayant été légèrement revu à la hausse en appel.

Les prix de référence utilisés soulèvent toutefois quelques interrogations.

Ainsi, dans le cas des actionnaires détenant des actions MFG au 21 octobre 2010, le prix de référence de l'action MFG, forfaitairement fixé à 0,27 € par action, correspond à l'évaluation réalisée par un cabinet d'expertise indépendante un mois avant la nomination illicite du PDG, à l'occasion d'une opération d'augmentation de capital. On peut toutefois se demander pourquoi avoir retenu cette valeur et non celle du dernier cours de bourse précédant le 21 octobre 2010³⁵, une confusion semblant faite entre la valeur boursière de l'action, laquelle était pourtant, en pratique, la seule accessible aux actionnaires minoritaires, et sa valeur intrinsèque dégagée par une expertise indépendante³⁶.

Quant aux actionnaires ayant acquis leurs titres après le 14 octobre 2014, le prix de référence est fixé au « montant

33 Ce d'autant que la décision indemnise les actionnaires en tenant uniquement compte de la date d'acquisition de leurs titres : un actionnaire qui serait parvenu à les revendre avant la liquidation de la société aura donc finalement touché la même indemnisation que celui qui n'aura pas eu cette sagacité et aura subi la perte « sèche » de son investissement.

34 On relèvera que la cour d'appel fait, à tort, référence à la perte de chance « de ne pas avoir vendu » leurs titres, alors que c'est bien, pour ces actionnaires, la perte de la chance de les avoir vendus qui est indemnisable.

35 En ce sens not. CA Paris, 5-9, 20 janv. 2022, n° 20/04801 : BJS mai 2022, n° BJS200z7, note T. Granier.

36 V. CA Paris, 5-9, 20 janv. 2022, n° 20/04801, où le préjudice fut évalué à 40 % de la dernière cotation de l'action.

des achats ». Cette référence au prix d'acquisition, combinée à l'évaluation à 100 % de la probabilité de la perte de chance de ne pas avoir acheté les actions, conduit à indemniser la perte de l'investissement subie par l'actionnaire, et non une perte de chance. En ce sens, la perte de chance « ne peut être égale à l'avantage qu'aurait procuré cette chance si elle était réalisée »³⁷. C'était là l'un des enseignements de l'arrêt *Gaudriot*, dans lequel la Cour de cassation a censuré l'arrêt d'appel pour avoir retenu un préjudice correspondant, « au minimum », à « l'investissement réalisé ensuite des informations tronquées portées à [la] connaissance [des actionnaires] »³⁸. Or le remboursement de la totalité du prix d'achat des actions acquises après le 14 octobre 2014 indemnise précisément l'« investissement réalisé » par l'actionnaire, et non la perte de la chance de ne pas avoir acquis ces actions. Si la situation des actionnaires de MFG pouvait sembler particulière, en ce qu'ils avaient acquis des actions dont la valeur était nulle du fait d'une liquidation devenue inévitable³⁹, la situation des plaignants n'était pas différente dans l'affaire *Gaudriot*, qui mettait également en jeu une société conduite à la liquidation⁴⁰. La décision

commentée s'inscrit donc, sur ce point, à rebours d'une jurisprudence qui semblait établie.

En définitive, l'arrêt commenté apporte des éléments utiles dans la construction jurisprudentielle de l'indemnisation du préjudice boursier, même si un certain nombre de critiques peuvent lui être adressées, notamment au stade du calcul du préjudice. On peut saluer une certaine pédagogie dans la décision qui, comparée à d'autres, distingue les préjudices subis par tranches chronologiques, selon la date d'investissement de chaque actionnaire, et peut se présenter comme une solution d'équilibre. En revanche, la méthode de calcul de l'indemnisation prête toujours le flanc à la critique et donne l'illusion d'un calcul à l'emporte-pièce destiné à éviter tout débat sous couvert du principe d'appréciation souveraine des juges du fond. Mais c'est sans doute là le risque inhérent à la détermination du montant du préjudice boursier, qui semble voué à contenir une part d'arbitraire, du moins en l'état du droit positif.

37 Cass. 2^e civ., 9 avr. 2009, n° 08-15977.

38 Sur renvoi, la cour d'appel de Poitiers avait considéré que la perte de chance devait être appréciée « à 50 % de la perte justifiée ainsi qu'il résulte des éléments versés aux débats par chacun des actionnaires » (CA Poitiers, 9 avr. 2013, n° 10/03729).

39 Ce qui se débattait car, alors que le 14 octobre 2014 correspondait à la date du défaut de paiement du 4^e dividende de MFG, ce n'est qu'à l'occasion d'une requête aux fins de résolution du plan de continuation, déposée le 24 février 2015 par le commissaire à l'exécution du plan, que ce dernier relevait qu'« aucun élément tangible ne m'a été adressé permettant de m'assurer que le paiement du [4^e] dividende serait régularisé », pour en conclure que MFG « se trouve à ce jour en état de cessation de paiements » (AMF déc. 17 avr. 2019, n° 4, SAN-2019-04 : BJB juill. 2019, n° BJB118j9, note J.-P. Pons-Henry et A. Terrade,). La résolution du plan fut par la suite prononcée par le tribunal de commerce de Paris le 1^{er} juillet 2015 (C. com., art. L. 631-20-1, anc.) et la date de cessation des paiements finalement fixée au 14 octobre 2014. MFG aurait donc pu, entre cette date et, à tout le moins, le 24 février 2015, trouver une autre source de financement lui permettant de faire face à ses échéances, de sorte que des actionnaires auraient très bien pu, s'ils avaient été informés en temps normal de la situation réelle de l'émetteur, continuer à espérer son redressement jusqu'au 24 février 2015.

40 Tel était également le cas dans l'affaire *Geci International* (CA Paris, 5-9, 20 janv. 2022, n° 20/04801 : BJS mai 2022, n° BJS200z7, note T. Granier), où l'émetteur avait lui aussi connu la banqueroute. Les magistrats avaient alors considéré que l'indemnisation ne pouvait évaluer à 100 % de la perte essuyée par les actionnaires « dans la mesure où si une information sincère avait été diffusée le cours de l'action aurait baissé au regard du développement moins prometteur qu'aurait présenté [l'émetteur] ».