

Préjudice financier et contexte de taux d'intérêt faibles : la tentation du « WACC »

Dans un contexte de taux d'intérêt faibles, voire négatifs, les demandeurs se réfèrent parfois au coût du capital (ou WACC) pour calculer les intérêts compensatoires. Dans quelles conditions cette approche est-elle acceptée par les tribunaux français ?

La compensation d'un surcoût, ou d'un gain manqué, ne suffit généralement pas à replacer la victime dans la situation qui aurait été la sienne en l'absence des faits dommageables.

Il s'écoule en effet souvent plusieurs années entre l'émergence d'un dommage et le jugement prononçant la réparation. Durant cette période, la victime est privée de la jouissance des sommes perdues. Ce préjudice, parfois appelé « préjudice financier » ou « préjudice de trésorerie », est habituellement compensé par l'octroi d'intérêts compensatoires (ou intérêts pré-jugement).

Pour calculer les intérêts compensatoires, les praticiens ont longtemps appliqué la même approche que pour les intérêts post-jugement (intérêts moratoires).¹ Ce paradigme a toutefois évolué au cours des dernières années, notamment dans un contexte de développement des demandes de réparation suite à des pratiques anti-concurrentielles.²

¹ Les intérêts moratoires, prévus aux articles 1231-6 et 1231-7 du Code civil, réparent le préjudice causé par le retard de l'exécution d'une obligation pécuniaire.

² Les demandes en réparation sont alors souvent introduites après une procédure devant les autorités de la concurrence (*follow-on claim*), ce qui rallonge considérablement la durée entre la survenance du dommage et l'indemnisation (souvent plus de 10 ans), et partant l'enjeu du préjudice financier.

Cette évolution s'est traduite par l'émergence de différentes approches pour calculer le préjudice financier, notamment le recours au coût moyen pondéré du capital (en anglais *WACC* pour *Weighted Average Cost of Capital*) comme taux d'intérêt compensatoire. Cette approche augmente considérablement le préjudice financier.³

Dans cet article, nous rappelons les principales approches possibles pour calculer un préjudice financier (1). Nous examinons ensuite le cas spécifique du « WACC » sous l'angle économique et de la jurisprudence récente (2).

Approches possibles pour calculer le préjudice financier

Dans un arrêt récent, la Cour d'appel de Paris définit le préjudice financier comme « *la perte de chance subie par la partie lésée du fait de l'indisponibilité du capital alloué en réparation du préjudice initial de la naissance du dommage jusqu'au jour du jugement de réparation* ».⁴

La réparation de ce préjudice est soumise aux conditions de droit commun de la responsabilité civile. Il faut ainsi

³ Le coût du capital est très supérieur au taux sans risque car il incorpore une prime de risque.

⁴ CA Paris, pôle 5 - ch.4, 17 juin 2020, n°17/23041.

démontrer une faute, un préjudice et un lien de causalité entre les deux.

La démonstration de la faute ne pose pas de difficulté particulière dès lors qu'il s'agit de la faute à l'origine du dommage principal.

En revanche, le lien de causalité sera plus ou moins délicat à établir selon l'approche utilisée pour quantifier le préjudice. Les développements qui suivent rappellent les trois principales approches à cet égard.

La référence au taux sans risque

L'approche la plus répandue consiste à calculer le préjudice financier en supposant que la victime aurait investi sa trésorerie supplémentaire dans un placement sans risque.⁵

Le lien de causalité est alors présumé puisqu'il est admis que les gestionnaires de trésorerie investissent les surplus de liquidités sur des placements sans risque à court terme.⁶ Il est donc possible de retenir un lien de causalité « par défaut ». L'arrêt suscité de la Cour d'appel de Paris relève ainsi qu'en « l'absence de preuve d'un préjudice spécifique, la perte de chance peut être évaluée en appliquant à la somme dont l'entreprise a été privée le taux d'intérêt légal correspondant à un placement sans risque ».

Cette approche revient uniquement à compenser la victime de l'effet de l'érosion monétaire (inflation) et du taux sans risque « pur », qui reflète le prix de la préférence pour la liquidité.⁷

Dans un contexte de taux d'intérêt faibles (voire négatifs), on peut s'interroger sur la capacité de cette approche à correctement compenser la victime pour la liquidité perdue. En effet, l'excès de liquidités au niveau global, causé notamment par les politiques monétaires accommodantes des banques centrales, ne reflète pas nécessairement la valeur attachée à la liquidité par une victime prise individuellement.

De plus, un taux d'intérêt trop faible, quand bien même il correspondrait au coût d'opportunité pour la victime, ne présente pas de caractère dissuasif pour l'auteur de la faute qui sera incité à retarder la résolution du litige car il bénéficie implicitement d'un financement à bas coût. On pourrait ici faire un parallèle avec la notion de faute lucrative dont

l'auteur réalise un gain supérieur à la perte de la victime.

En pratique, une petite prime (*spread*) peut être ajoutée au taux sans risque. C'est implicitement l'approche des tribunaux lorsqu'ils appliquent le taux d'intérêt légal, qui est légèrement supérieur au taux sans risque, pour calculer les intérêts compensatoires.

COMPARAISON DU TAUX LÉGAL AVEC LE TAUX DES BONS DU TRÉSOR

	S1 2019	S2 2019	S1 2020
Taux d'intérêt légal (*)	0,9%	0,9%	0,9%
Bons du Trésor 1 an	(0,5%)	(0,6%)	(0,5%)
Prime implicite	1,4%	1,5%	1,4%

(*) pour créances des professionnels

Dans cette approche, le taux appliqué reste en tout état de cause faible. Il en résulte une tentation de rechercher d'autres alternatives susceptibles de refléter une utilisation plus rémunératrice de la trésorerie perdue.

La référence au coût de la dette

Cette seconde approche suppose que la victime aurait utilisé le surplus de trésorerie pour réduire son endettement et ainsi économiser des charges d'intérêts (plus ou moins supérieures au taux sans risque selon le profil de l'emprunteur).

Cette approche est susceptible de mieux refléter la valeur de la liquidité pour une société endettée.

La démonstration du lien de causalité n'est alors pas automatique et cette analyse dépendra de chaque cas d'espèce. Par exemple, une société engagée dans une stratégie de désendettement pourra facilement montrer qu'elle aurait affecté un surplus de liquidités pour réduire encore sa dette.

A titre d'illustration, l'arrêt du 17 juin 2020 de la Cour d'appel de Paris retient que « au regard de la trajectoire de forte réduction de son endettement dans laquelle s'est inscrite X à partir de 2003 jusqu'à sa cession, il peut être retenu qu'elle aurait affecté les sommes dont elle aurait été privée à son désendettement ».

La référence au coût du capital (ou WACC)

Une troisième approche suppose que les sommes perdues auraient été investies dans un nouveau projet qui aurait dégagé une rentabilité équivalente au coût du capital (WACC). Ce taux reflète la rémunération requise par les apporteurs de capitaux pour investir dans cette entreprise, ou à défaut ce secteur.

5 Il conviendra de veiller à la cohérence entre la devise des sommes réclamées et le taux d'intérêt retenu. Le taux sans risque étant plus élevé sur les devises des économies subissant une forte inflation.

6 Par opposition à conserver des fonds sur des comptes bancaires non rémunérés.

7 Le taux sans risque « pur », ou taux d'intérêt réel, correspond au taux sans risque nominal diminué de l'inflation.

La référence au WACC augmente considérablement le préjudice financier car ce taux incorpore une prime importante par rapport au taux sans risque. Ainsi, le Tribunal de commerce de Paris a retenu un taux de capitalisation de 10,4% dans l'affaire Orange contre Digicel, alors que le taux des bons du Trésor à un an est inférieur à 1% sur la période concernée.⁸

Cette approche est fréquemment utilisée dans les *follow-on claims* et a parfois été acceptée par les tribunaux.

Par exemple, le Tribunal de commerce de Paris a validé l'utilisation du coût du capital pour calculer un préjudice financier dans l'affaire SNCF contre Switch, décision qui a ensuite été confirmée en appel.⁹ Outre l'affaire Digicel précitée, ce tribunal a également validé cette approche dans l'affaire Orange contre Outremer Telecom.¹⁰

La jurisprudence semble toutefois avoir évolué. Les décisions Outremer et Digicel ont été infirmées sur ce point en appel.¹¹ De même, la Cour d'appel de Paris a encore écarté l'utilisation du WACC dans un litige opposant Orange à SFR.¹² Récemment, le Tribunal de commerce de Paris a rejeté cette approche dans la décision Carrefour contre Johnson & Johnson rendue en septembre 2019.¹³

Ces décisions s'expliquent par le fait que les tribunaux imposent des conditions strictes à l'utilisation du WACC.

Conditions d'utilisation du WACC

En cas d'utilisation du WACC pour calculer un préjudice financier, les juges imposent un standard de preuve élevé en matière de lien de causalité. De plus, cette approche pose plusieurs questions en termes de quantification.

La démonstration du lien de causalité

Pour établir un lien de causalité avec la perte d'une opportunité d'investissement, la jurisprudence rappelle qu'il convient d'abord d'identifier concrètement le projet manqué.

La simple référence à un projet théorique ne suffit donc pas, comme rappelé par la Cour d'appel dans la décision Outremer Telecom : « *si elle prétend qu'elle n'a pu investir la somme dont elle a été privée, elle ne fait état que de perspectives générales et vagues de développement de son activité, dans son document d'introduction en bourse, et*

non de projets précis et aboutis d'investissements, auxquels elle aurait dû renoncer à cause de la pratique de fidélisation incriminée, et encore moins des rendements attendus de ces projets ». ¹⁴

Il faut ensuite établir que la victime ne disposait pas des fonds nécessaires pour investir. Dit autrement, la victime doit montrer que, nonobstant les sommes perdues à cause du dommage, elle ne disposait pas de la trésorerie nécessaire pour saisir cette opportunité d'investissement.¹⁵

Cette démonstration dépendra notamment de l'importance de la perte alléguée au regard de la surface financière de la victime. La démonstration sera en effet d'autant plus aisée que le préjudice est important au regard du patrimoine de la victime.

La qualification du préjudice

Même à supposer établie la perte d'opportunité d'investir dans un nouveau projet, on peut s'interroger sur la qualification de ce préjudice financier : s'agit-il d'un gain manqué ou bien d'une perte de chance ? La seconde option imposerait d'appliquer un coefficient d'aléa sur le quantum.

En effet, quand bien même la victime ait certainement été privée de la possibilité de réaliser un investissement, il demeure un facteur décisionnel important : le management aurait-il choisi de réaliser cet investissement ?

Le préjudice financier est d'ailleurs régulièrement présenté par les juges comme une « perte de chance », bien qu'en pratique cette qualification ne semble pas donner lieu à l'application de l'habituel coefficient d'aléa.¹⁶

La démonstration du quantum

Le WACC représente un taux de rentabilité espéré *ex-ante* en contrepartie d'une prise de risque. Cette rentabilité n'est pas garantie *ex-post* car l'investissement peut s'avérer être un succès ou un échec, selon que le risque se matérialise ou non. *There is no free lunch* selon la célèbre expression popularisée par le prix Nobel d'économie Milton Friedman.

¹⁴ CA Paris, pôle 5 - ch.4, 10 mai 2017, n°15/05918.

¹⁵ Voir fiche méthodologique n°7 « Comment réparer les préjudices liés à l'écoulement du temps » publiée par la Cour d'appel de Paris (<https://www.cours-appel.justice.fr/paris/la-reparation-du-prejudice-economique-octobre-2017>).

¹⁶ Cela pourrait s'expliquer par le fait que la jurisprudence privilégie généralement les approches basées sur le taux sans risque ou le coût de la dette. Dans ces scénarii, le facteur décisionnel est alors presque inexistant. Voir par ex. l'arrêt de la Cour d'appel de Paris dans la décision Digicel suscitée : « *Il n'y a pas lieu d'intégrer un coefficient d'aléa, dans la mesure où le taux d'intérêt moyen de 5,3% est le montant certain de l'économie qui aurait été réalisée s'il n'y avait pas eu les pratiques* ».

⁸ T.com. Paris, 15e ch., 18 déc. 2017, n°2009016849.

⁹ T.com. Paris, 15e ch., 26 avr. 2013, n°2012002045 ; CA Paris, pôle 5 - ch.4, 14 déc. 2016, n°13/0897.

¹⁰ T.com. Paris, 15e ch., 16 mars 2015, n°2010073867.

¹¹ CA Paris, pôle 5 - ch.4, 10 mai 2017, n°15/05918 ; CA Paris, pôle 5 - ch.4, 17 juin 2020, n°17/23041.

¹² CA Paris, pôle 5 - ch.11, 8 juin 2018, n°16/19147.

¹³ T.com. Paris, 23 sept. 2019, n°2017013944.

Or, l'utilisation du WACC pour calculer un préjudice financier, que la victime est certaine de percevoir en cas de jugement favorable, revient à garantir un rendement très supérieur au taux sans risque alors même que la victime n'a pas supporté le risque d'investir.

Cette approche néglige le fait qu'en étant privée de la chance de gagner, la victime est aussi privée de la chance de perdre.

En ne tenant pas compte de cette éventualité de perte, la simple capitalisation des sommes perdues au taux du WACC est de nature à inciter la victime à retarder autant que possible l'indemnisation. En effet, les sommes bloquées permettraient de dégager un rendement garanti très supérieur au taux sans risque.

L'utilisation du WACC pose également le dilemme suivant : pour une même somme d'argent perdue, le préjudice financier d'une entreprise A réalisant des investissements très risqués (dont le WACC est donc élevé) serait plus important que celui d'une entreprise B réalisant des investissements peu risqués (dont le WACC est donc faible).

Un comportement rationnel voudrait alors que l'entreprise B choisisse d'investir la somme perdue dans un autre secteur (par exemple en achetant des actions de l'entreprise A), au lieu de la réinvestir dans sa propre activité.

Cette approche peut néanmoins se justifier lorsqu'avec le recul, il est possible de confirmer que le projet manqué se serait réalisé dans les conditions envisagées initialement. Bien que les prévisions de rentabilité dans une situation contrefactuelle restent par nature hypothétiques, le recul disponible à la date du jugement permet, dans certains cas, de lever les principaux facteurs d'incertitudes qui entourent la réalisation du projet.

Par exemple, une analyse retrospective permet de calculer avec précision quelle aurait été la rentabilité d'un contrat de fourniture d'énergie de type « *take-or-pay* »¹⁷ selon un prix défini en fonction de variables de marché qui sont facilement observables *ex-post*.

L'anatocisme

L'anatocisme, c'est-à-dire la capitalisation des intérêts, est généralement appliqué par les tribunaux pour calculer les intérêts compensatoires.¹⁸ Cette approche se justifie pleinement du point de vue économique car les intérêts

perdus constituent une privation de fonds, elle-même source d'un préjudice financier.

L'anatocisme se calcule généralement en supposant que les intérêts calculés avec un taux d'intérêt « *t* » seront réinvestis dans un placement qui génère la même rentabilité « *t* ».

L'anatocisme pratiqué sur la base du WACC suppose donc que chaque année, la victime serait en mesure de trouver un, ou des, nouveaux projets permettant d'obtenir cette rentabilité.

Cette approche pourrait paraître contradictoire avec les exigences rappelées ci-dessus en termes de lien de causalité (nécessité d'identifier un projet d'investissement précis...).

Conclusion

Dans un contexte de taux d'intérêt très faibles, les victimes peuvent être incitées à se référer au coût du capital (ou WACC) pour calculer leur préjudice financier.

La jurisprudence récente montre que les juges réservent rarement un accueil favorable à cette approche car ils imposent des conditions strictes à la démonstration d'un lien de causalité : les demandeurs doivent identifier un projet précis et montrer que, nonobstant les sommes perdues à cause du dommage, ils ne disposaient pas des fonds suffisants pour investir.

Par ailleurs, d'un point de vue économique, l'utilisation du WACC revient à garantir un rendement supérieur au taux sans risque alors que la victime n'a pas supporté le risque d'investir. En étant privée de la chance de gagner, la victime est aussi privée de la chance de perdre. L'absence de prise en considération du risque évité par la victime est contestable à moins que le recul disponible à la date du jugement ne permette de raisonnablement lever les facteurs d'incertitudes sur la rentabilité qui aurait été dégagée par l'investissement manqué.

Enfin, l'existence d'un facteur décisionnel – le management aurait-il choisi de réaliser cet investissement ? – impose de s'interroger sur la qualification du préjudice en perte de chance susceptible de justifier l'application d'un coefficient d'aléa.

Les opinions exprimées dans cet article sont celles de son auteur et ne reflètent pas nécessairement les vues de FTI Consulting, sa direction, ses filiales, ses sociétés affiliées ou ses autres professionnels.

17 Ce type de clause prévoit que l'acheteur s'engage à acheter certaines quantités d'un produit sauf à payer une indemnité au vendeur.

18 En général avec une capitalisation annuelle des intérêts.

ROMAIN LORTAT-JACOB

Managing Director

+33 1 40 08 12 45 T

romain.lortat-jacob@fticonsulting.com

FTI Consulting is an independent global business advisory firm dedicated to helping organisations manage change, mitigate risk and resolve disputes: financial, legal, operational, political & regulatory, reputational and transactional. FTI Consulting professionals, located in all major business centres throughout the world, work closely with clients to anticipate, illuminate and overcome complex business challenges and opportunities. ©2020 FTI Consulting, Inc. All rights reserved. www.fticonsulting.com.

