



Université Lille 2  
Droit et Santé



MISSION DE RECHERCHE  
DROIT & JUSTICE



Droits et  
Perspectives du droit  
EA n° 4487

# La distinction associé/créancier à l'épreuve du risque

Analyse juridique appliquée au *private equity*

Recherche réalisée avec le soutien de la Mission de recherche Droit et Justice

dirigée par

**Romain Boffa**

Professeur, Université de Lille 2

Et

**Jean-Christophe Duhamel**

Ingénieur d'études, Université de Lille 2

**25 juillet 2013**

Le projet de recherche s'insère dans la programmation scientifique de la Mission de recherche Droit et Justice au titre de l'année 2011. L'appel à projet publié à l'automne 2011 s'intitulait « Remise en cause des concepts du droit des sociétés par les techniques de financement ». Au titre des « concepts du droit des sociétés », la distinction entre apporteur et prêteur, assimilable à la distinction associé / créancier, a été retenue tant elle a semblé offrir des perspectives d'analyses fécondes eu égard aux évolutions récentes de la jurisprudence de la Cour de cassation. Au titre des techniques de financement, le projet a focalisé son attention sur le secteur d'activité français du *private equity*, autrement dénommé « capital – investissement ». Les protagonistes de ce secteur sont des investisseurs "financiers" professionnels, le plus fréquemment des fonds commun de placement, prenant des participations minoritaires dans des PME non cotées. Le projet de recherche entend opérer l'analyse des risques que serait susceptible de faire peser, sur les pratiques des professionnels du *private equity*, l'immixtion toujours plus grande du tiers estimateur dans la détermination du « juste prix » de cession des droits sociaux. Cette analyse du droit français est enrichie d'éléments de droit comparé, en l'occurrence de droit allemand et espagnol, ainsi que d'un état de l'art en sciences de gestion sur le statut du risque en économie capitaliste. La présente note de synthèse précise la problématique et l'objet de la recherche, les choix méthodologiques qui la gouvernent ainsi que ses principales conclusions.

### **Problématique et objet de recherche :**

En droit des sociétés, l'associé entretient une relation au risque économique bien plus intense que le prêteur de bas de bilan. Cette situation juridique ne fait que relayer les fondements de l'économie capitaliste. Des débats académiques des plus fondamentaux ont particulièrement insisté, dès le 19<sup>ème</sup> siècle, sur la particularité du propriétaire du capital, justifiant qu'il puisse légitimement bénéficier du profit généré par l'entreprise. Il est celui qui « soulage du risque » les autres parties prenantes économiques (salariés, fournisseurs, prêteurs de denier, clients...), celui qui assume en dernière instance le risque d'échec lié à l'incertitude de l'entreprise. En découlent deux corollaires cruciaux : celui qui n'a rien à perdre ne prend pas un risque économique ; celui que prend un risque économique s'expose à une perte éventuelle.

Au sens juridique, l'illiquidité et l'inexigibilité des droits sociaux conduisent l'associé apporteur en fonds propres à assumer une précarité bien plus grande que celle du créancier prêteur en bas de bilan. Trois principes juridiques ont été mis en exergue, témoignant de la particulière exposition de l'associé au risque en droit des sociétés français, mais également allemand et espagnol : l'inexistence d'un droit subjectif de retrait, le principe d'interdiction de transformation d'un titre de capital en titre de créance, et bien sûr l'obligation de contribution aux pertes.

Cette dernière obligation doit retenir particulièrement l'attention en ce qu'elle a donné lieu à une application tout à fait spectaculaire en droit français, et ce durant plus d'un siècle. La jurisprudence n'a pas hésité à assimiler le risque économique de dépréciation de la valeur des droits sociaux à une perte, à laquelle était donc tenu de contribuer l'associé. Dès lors, les promesses d'achat organisant à terme la sortie de l'associé à un prix fixe tombaient sous le coup de la prohibition des stipulations léonines, en ce qu'elles exonéraient l'associé de toute contribution aux pertes engendrées par la société. A titre de comparaison, les droits allemand et espagnol n'ont jamais semblé aboutir à une telle sévérité.

L'assomption du risque par l'associé a ainsi été élevée à un degré maximal jusque dans les années 80. C'est en effet à partir de cette période que la Cour de cassation a entamé un mouvement de libéralisation de sa jurisprudence, aboutissant aujourd'hui à admettre très largement la validité des promesses d'achat à prix garanti. Pour autant, la préoccupation de la Haute juridiction pour l'assomption du risque par l'associé ne semble pas avoir disparu. Depuis 2007, la jurisprudence se crispe non pas sur la validité des mécanismes concourant à garantir l'associé contre le risque de dépréciation de la valeur des titres qu'il cède, mais sur le prix auquel s'opère cette cession. La « juste valeur » fait aujourd'hui l'objet du plus grand intérêt de la Cour de cassation, au grand dam d'une doctrine juridique dénonçant, quasi-unanime, la négation de la force obligatoire des conventions. Cette liberté actuellement reconnue au tiers estimateur, désigné par l'autorité judiciaire sur le fondement de l'article 1843-4 du code civil, de s'immiscer dans les dispositifs contractuels anticipant les cessions de droits sociaux, doit s'analyser comme la volonté de la Cour de cassation d'y faire régner une "police du prix", bien plus que comme celle de protéger une partie au contrat qu'on aurait du reste bien du mal à identifier en droit des sociétés... La jurisprudence s'est prononcée explicitement dans le cadre de la mise en œuvre de clauses d'exclusion ou de promesses de vente, statutaires et extrastatutaires. On attendra encore des positionnements plus nets concernant le champ d'application exact de l'intervention du tiers estimateur ; en particulier, la Cour de cassation n'a pas pris position, à la date de remise du présent rapport, sur des promesses d'achat stipulant une méthode d'évaluation des droits sociaux qui s'écarterait de la valeur objective. Toutefois, eu égard aux décisions rendues jusqu'à présent, il n'y aurait vraisemblablement pas lieu d'exclure ces dernières du champ d'intervention du tiers estimateur.

L'objet de la présente recherche est d'apprécier dans quelle mesure un associé singulier, l'investisseur en capital, serait susceptible de voir sa pratique remise en cause par cette nouvelle orientation de la Cour de cassation. Si le secteur d'activité du *private equity* a retenu particulièrement l'attention, c'est en raison de la particularité de ses acteurs. Les investisseurs en capital, professionnels du financement des PME en haut de bilan, ont un horizon d'investissement nécessairement limité, ainsi que des objectifs de rentabilité liés au caractère concurrentiel du marché de la levée de fonds. Dans cette mesure, une forte intuition a présidé à l'étude de leur comportement d'associé, spécifiquement de leur relation au risque généré par l'entreprise financée en fonds propres. Les investisseurs en

capital ne sont-ils pas les éventuelles victimes parfaites d'un impératif de juste valeur de cession, affirmé par la Cour de cassation depuis maintenant près de six années ?

### **Choix méthodologiques, terrains et données ayant servi de support à la recherche :**

Deux méthodes ont été sollicitées pour discerner la relation au risque entretenue par les investisseurs financiers accompagnant en fonds propres les sociétés :

- L'analyse de la pratique juridique telle qu'elle ressort des pactes d'actionnaires les plus couramment usités dans les opérations de *private equity*

L'anticipation des conditions de cessions des droits sociaux dans le cadre d'opérations de *private equity* prend corps dans des pactes d'associés extrastatutaires.

En raison du caractère confidentiel des pactes dans les opérations de capital investissement, le panel soumis à l'analyse dans la présente recherche a été anonymisé. L'échantillon de pactes a été voulu le plus représentatif possible ; il regroupe différents types d'opérations, en l'occurrence des financements de type capital-risque, capital-développement et *LBO*. Ces pactes mettent en relation, d'une part :

- Un associé prenant en charge la gestion de la société  
Le profil capitalistique de cet associé est variable en fonction de l'opération de financement, même s'il est le plus fréquemment un associé majoritaire. Souvent, dans les opérations de type capital – développement, il s'agit d'un associé puisant sa légitimité dans son rôle historique de fondateur de l'entreprise, ou de cessionnaire du contrôle de la société. Cet associé – entrepreneur structurera fréquemment sa participation au travers d'une holding familiale ou personnelle. Parfois, plusieurs fondateurs, bien que disposant chacun d'une participation minoritaire, seront intégrés dans un « groupe majoritaire » considéré aux termes du pacte en qualité de partie unique. Egalement, les particularités de la reprise d'entreprise organisée sous forme de *LBO* expliquent que l'entrepreneur – repreneur n'aura fréquemment qu'une position minoritaire, mais sera investi des fonctions de direction à la fois dans la holding de reprise et dans la société cible. Enfin, plus rarement, le pacte liera des associés historiques ayant conservé une participation minoritaire sans pouvoir de direction dans l'entreprise postérieurement à une cession de contrôle à laquelle ils ne furent pas partie.

et d'autre part :

- des investisseurs en capital français  
Ces professionnels du financement des PME ont vocation à intervenir à l'échelon régionale et/ou nationale. Leur encours varie de quelques dizaines de millions d'euros à

plus d'un milliard d'euros. Ces investisseurs sont structurés sous différentes formes juridiques :

- . FCPR : fonds commun de placement à risque
- . FCPI : fonds commun de placement dans l'innovation
- . FIP : fonds d'investissement de proximité
- . SCR : société de capital risque
- . Holding financier dont une partie des actions sont cotées sur un marché réglementé.

Il faut tout particulièrement insister sur la réglementation applicable aux fonds communs de placement qui interviennent, majoritairement, dans le secteur du *private equity*. La durée de vie de ces fonds est plafonnée à dix ans, en raison de l'obligation de liquidité (au sens financier du terme) vis-à-vis des porteurs de parts qui rejaillit inéluctablement sur la durée de financement de la société. De fait, dans le panel de pactes soumis à la présente recherche, ces accompagnements s'étalent en moyenne de cinq à six années, avec un minimum de trois ans et un maximum de huit ans. Au cours de plusieurs entretiens menés avec des professionnels du secteur, a été formulé le souhait que la présente étude insiste sur cette contrainte légale pesant sur l'investisseur en capital. Une telle demande témoigne certainement du souci de "désamorcer" une critique potentielle, tenant au court-termisme de la politique d'investissement des fonds, qui dès leur entrée en société, ne manifesteraient qu'une préoccupation : réussir leur sortie dans les meilleures conditions financières.

- le recueil de l'opinion des investisseurs professionnels sur leur propre relation au risque financier

Il est apparu essentiel de laisser la parole aux professionnels du secteur du *private equity*, de sorte à ce qu'ils livrent leur propre opinion sur la relation au risque financier qu'ils entretiennent à l'occasion de l'accompagnement des sociétés en haut de bilan.

Cette collecte d'opinions s'est organisée sur la base d'entretiens, eux-mêmes menés à partir de questionnaires. Ces entretiens ont entendu s'attacher à récolter des éléments d'information correspondant aux domaines suivants :

- La structuration juridique des mécanismes de sortie en matière de capital investissement ;
- Les attentes de rentabilité lors de l'entrée dans le capital ;
- Le niveau de recours au droit des valeurs mobilières, et notamment, aux titres composés ;
- Le ressenti des investisseurs envers la jurisprudence récente de la Cour de cassation relative à l'évaluation du prix de cession par la voie du tiers estimateur ;
- La perception par les fonds d'investissement de leur qualité et de leur rôle d'associé.

Le profil des répondants est délibérément diversifié, de sorte que les données recueillies reflètent un large éventail de vues :

- L'Association Française des Investisseurs pour la Croissance (AFIC), instance ayant vocation à représenter les intérêts du secteur d'activité du *private equity*.
- Le secrétaire général d'une société de gestion (fonds commun de placement) à vocation nationale avec un fort actionnariat institutionnel public français (Caisse des Dépôts et Consignations, établissement public à caractère scientifique) ;
- Le directeur juridique d'une société de gestion de portefeuilles (fonds commun de placement) à vocation nationale avec un fort actionnariat institutionnel privé, majoritairement non résident (compagnies d'assurances, établissements financiers, fonds de retraite), et plutôt orienté dans les financements de type LBO ;
- Le directeur du développement d'une société de gestion de portefeuilles (fonds commun de placement) spécialisée dans la prise de participations dans des entreprises en forte croissance situées dans le Nord de la France ;
- Un administrateur d'une société de gestion de portefeuilles (fonds commun de placement) à vocation nationale, représentant la branche « capital développement » d'un grand groupe bancaire national.
- Un chargé de participations en capital investissement au sein d'un groupe d'investissement exerçant les différentes facettes du capital investissement, dont le holding est structuré sous forme de société anonyme faisant coter une partie de ses titres sur un marché réglementé. L'actionnariat du holding est constitué d'institutionnels nationaux et locaux de la région Nord Pas-de-Calais (organisations professionnelles et interprofessionnelles ; banque coopérative ; groupe mutualiste de santé), tandis que le niveau du capital flottant est faible.

### **Conclusions de la recherche et pistes de réflexion ouvertes :**

Au vu de la pratique juridique en matière de capital investissement, conforme à l'opinion que les acteurs de ce secteur d'activité se font de leur propre relation au risque financier, il semble que l'éventualité d'une remise en cause des conventions de sortie de l'investisseur professionnel par un tiers estimateur soit minime, si ce n'est très improbable.

Pour ce qu'il nous a été donné d'apprécier de l'investissement en capital français dans la présente étude, la relation entretenue par les professionnels de ce secteur avec le risque est saine. Les investisseurs sont prêts à lier leur sort à celui de l'entreprise accompagnée en haut de bilan.

Les clauses croisées dans les pactes ayant été analysés envisagent toutes une cession des droits sociaux à leur valeur de marché, qu'il s'agisse des clauses de préemption, de sortie conjointe, des promesses de vente ou d'achat conditionnelles, ou des engagements de présentation des titres dans les clauses de liquidité. Le recueil de l'opinion des investisseurs

a également témoigné d'une volonté d'assumer le risque d'échec de l'investissement si les performances de la société ne devaient pas être au rendez-vous. Les investisseurs en capital se sentent totalement appartenir à la catégorie juridique d'associé, eu égard à leur pleine assomption du risque économique d'entreprise.

L'assurance de rentabilité de l'investisseur financier n'a pu être caractérisée que par le biais de la souscription d'obligations convertibles en actions : lorsque l'investisseur ne souhaite pas prendre de risque, ou en tout cas ne prendre qu'un risque limité, il n'intervient donc pas en qualité d'associé, mais de prêteur. De tels engagements de bas de bilan traduisent bien l'état d'esprit des investisseurs du *private equity* ayant été observés dans cette recherche : partager le risque de perte, sans exclure de bénéficier du profit tel qu'il découle des performances réelles et objectives de l'entreprise. Partant, l'investisseur en capital semble des plus respectueux du critère ontologique de la distinction associé / créancier : l'assomption du risque.

Ce critère d'assomption du risque, porté encore actuellement très haut par le droit des sociétés français lorsqu'il renvoie à l'impérieuse juste valeur de cession des droits sociaux, étonnera certainement à l'étranger. Une approche comparée des droits allemand et espagnol a montré que le respect des prévisions contractuelles été bien plus garanti chez ces voisins européens. Ainsi, en droit allemand, le prix du contrat doit être respecté, et ne pourrait faire l'objet d'une contestation que dans l'hypothèse où sa faiblesse serait telle qu'elle ferait disparaître la cause de la cession des droits sociaux. Au contraire, en Espagne, l'intervention d'un tiers estimateur est envisagée par la loi sur les sociétés de capitaux ; mais cette intervention est cantonnée aux hypothèses légales de retrait ou d'exclusion, tandis qu'une décision récente proclame la soumission du tiers estimateur aux méthodes conventionnelles de détermination de la valeur des droits sociaux. Droit français et droit espagnol semblent donc aujourd'hui emprunter des directions radicalement opposées.

Reste à savoir si la position de la Cour de cassation française résistera longtemps aux critiques émanant de toute part. N'a-t-on pas entendu, à l'occasion des entretiens menés lors de cette recherche, un gestionnaire de fonds qualifier le droit français de « communiste » ? La durée d'application de la prohibition des stipulations léonines aux promesses d'achat à prix garanti, cent ans, a montré l'opiniâtreté dont pouvait faire preuve la Cour de cassation lorsqu'elle met en œuvre une politique jurisprudentielle du prix dans les cessions de droits sociaux. Il reviendrait alors certainement, si le législateur souhaitait redonner sa pleine force au contrat, de proposer une modification de l'article 1843-4 c. civ. qui restreindrait explicitement son champ d'application. Toutefois, réaffirmons que même en l'état du droit positif, les pratiques développées par les professionnels du *private equity* devraient demeurer à l'abri de la "politique du prix" instiguée par la Cour de cassation.