



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

Romain Boffa

**Professeur, Université de Lille 2
Centre de Recherches Droits et Perspectives du Droit (EA n° 4487)
L'Equipe de Recherches Appliquées au Droit Privé (I'ERADP)**

Et

Jean-Christophe Duhamel

**Ingénieur d'études, Université de Lille 2
Centre de Recherches Droits et Perspectives du Droit (EA n° 4487)
L'Equipe de Recherches Appliquées au Droit Privé (I'ERADP)**

Le présent document constitue le rapport scientifique d'une recherche réalisée avec le soutien du GIP Mission de recherche Droit et Justice (convention de recherche n° 212.02.16.29.). Son contenu n'engage que la responsabilité de ses auteurs. Toute reproduction, même partielle, est subordonnée à l'accord de la Mission.

Les responsables du projet souhaiteraient remercier les partenaires s'étant associés à cette recherche :

pour l'Allemagne (Université de la Sarre),

Pr. Dr. Dr. Dr. h.c. mult. Michael Martinek ;
Birgit Schmeyer

pour l'Espagne (Université d'Alicante),

Pr. Esperanza Gallego
Pilar Montero Garcia-Noblejas
Jorge Moya Ballester

Un remerciement particulier, en même temps que nos amicales pensées, est adressé pour leur contribution au projet, à :

Björn FASTERLING, professeur à l'EDHEC
Catherine Refait-Alexandre, professeur à l'Université de Franche-Comté.

Les responsables du projet présentent également toute leur gratitude, pour leur disponibilité et les riches informations qu'ils ont eu l'amabilité de transmettre, à :

Hervé Danielou
Christophe Maréchal
Pascal Margerin
France Vassaux-d'Azémar de Fabrègues

Jean-Christophe Duhamel adresse spécialement tous ses remerciements à :

Laetitia Gergaud-Lebas

... et lui souhaite bonne chance dans ses nouvelles fonctions.

SOMMAIRE

Avant-propos	11
Introduction	
Le droit des sociétés : technique juridique d'assignation du risque de l'entreprise à l'associé.....	13
A/ L'assomption du risque en économie capitaliste : critère de distinction de l'associé et du créancier.....	15
B/ Le paradigme d'assomption du risque de l'associé en droit des sociétés.....	22
Chapitre 1	
L'évolution de la jurisprudence relative à l'article 1843-4 c. civ. : une nouvelle illustration de l'assomption du risque en droit des sociétés	43
A/ L'extension du champ d'application de l'estimation prévue par l'article 1843-4 c. civ.	45
B/ Analyse de l'extension du champ d'application de l'article 1843-4 c. civ. à l'aune de l'assomption du risque par l'associé	66
Chapitre 2	
La pratique juridique en matière de capital investissement	77
A/ Caractéristiques du panel des pactes étudiés	78
B/ Analyse des clauses relevant du panel de pactes.....	82
C/ Bilan de la pratique juridique en matière de capital investissement : une pratique coopérative le plus souvent à l'abri d'une remise en cause par le tiers estimateur	106
Chapitre 3	
L'opinion des professionnels de l'investissement en capital sur leur propre relation au risque	115
A/ Données collectées.....	116
B/ Bilan de l'opinion des investisseurs sur leur relation au risque d'associé.....	129
Conclusion générale.....	131
Annexes.....	133

TABLE DES ABREVIATIONS

AFIC : Association Française des Investisseurs pour la Croissance (anciennement « Association Française des Investisseurs en Capital »).

Bull. civ. : Bulletin des arrêts de la Cour de cassation (chambres civiles)

Bull. Joly : Bulletin Joly Sociétés

D. : Recueil Dalloz

DP : Dalloz Périodique

Dr. et Patr. : Droit et Patrimoine

Dr. sociétés : Droits des sociétés

Gaz. Pal. : Gazette du Palais

J.-Cl. : Juris-Classeur (Encyclopédie)

JCP : La semaine juridique

JCP E : La semaine juridique, édition entreprise

JCP G : La semaine juridique, édition générale

JCP N : La semaine juridique, édition notariale

Journ. Sociétés : Journal des sociétés

RD bancaire et bourse : Revue de droit bancaire et financier

RDC : Revue des contrats

Rép. Dr. sociétés : Répertoire Dalloz – Droit des sociétés

Rev. Lamy dr. civ. : Revue Lamy droit civil

Rev. sociétés : Revue des sociétés

RJC : Revue de jurisprudence commerciale

RJDA : Revue de jurisprudence de droit des affaires

RTD civ. : Revue trimestrielle de droit civil

RTD com. : Revue trimestrielle de droit commercial

RTDF : Revue trimestrielle de droit financier

S. : Sirey

AVANT-PROPOS

Ce 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 par la Mission à l'automne 2011 s'intitulait « Remise en cause des concepts du droit des sociétés par les techniques de financement ».

Les « concepts du droit des sociétés » dont il s'agissait n'étaient pas précisément définis par la Mission, ce qui offrait une certaine liberté dont les responsables du projet ont entendu s'emparer. Dans la mesure où l'appel à projet témoignait un intérêt certain à la « distinction traditionnelle entre les actions et les obligations », ou encore à la « dissociation entre le droit de propriété, par le support de l'action, et le risque », c'est vers la distinction entre l'apporteur en haut de bilan et le prêteur en bas de bilan que devait s'orienter la proposition soumise à la Mission. Précisément, la distinction entre apporteur et prêteur, assimilable à la distinction associé / créancier, a été retenue tant elle a semblé offrir des perspectives d'analyse féconde eu égard aux évolutions récentes de la jurisprudence de la Cour de cassation.

Les « techniques de financement » visées par l'appel à projet renvoyaient quant à elles de manière plus nette au droit des valeurs mobilières et à l'ingénierie du financement qu'il permet de mettre œuvre. Mais surtout, la Mission insistait sur le développement de techniques d'investissement qui participent du brouillage des qualités de propriétaire de titre de capital et de porteur du risque d'entreprise, à l'image de la pratique dite d'« empty voting », consistant en des « emprunts de titres [...] dissociant la propriété de l'action du risque économique qui devrait lui être attaché ». Le projet a entendu s'inscrire dans cette thématique en focalisant son attention non pas sur les techniques de financement proprement dites, mais sur le secteur d'activité du financement des PME qu'est le *private equity*, autrement dénommé « capital – investissement ». Les protagonistes de ce secteur sont des fonds d'investissement privés, prenant des participations minoritaires dans des entreprises non cotées, bien plus rarement le contrôle de celles-ci. Ils sont guidés par un objectif central : réussir leur sortie financière des entreprises dont ils ont accepté d'accompagner la croissance durant plusieurs années.

Bien entendu, le choix d'une analyse appliquée au secteur du *private equity* n'est pas le fruit du hasard. L'actualité juridique, très sensible, relative à la place de l'expert dans l'évaluation du prix de cession des droits sociaux, doit être analysée comme un prolongement de la réflexion que poursuit depuis plusieurs décennies la Cour de cassation sur la distinction associé / créancier, et particulièrement sur la nécessaire acceptation du risque capitalistique par le premier. Dans l'esprit des hauts magistrats, cette acceptation du risque se traduit par une nécessaire humilité dont chaque associé doit faire preuve vis-à-vis de l'évolution de la

valeur de ses droits sociaux, résultant elle-même de la performance économique de l'entreprise. Or, si précisément, la finalité de la présence des investisseurs en capital professionnels dans les PME est de réussir, financièrement parlant, leur sortie de l'entreprise, il importe d'apprécier dans quelle mesure leur pratique serait susceptible de souffrir l'immixtion d'un expert dans l'évaluation de leur prix de sortie. Tel est l'objet du présent projet de recherche, intitulé « La distinction associé / créancier à l'épreuve du risque. Analyse juridique appliquée au secteur du *private equity* ».

Pour mener à bien cette « analyse », il a semblé pertinent aux responsables du projet, mais également à la Mission qui a avalisé ces options de recherche, d'établir des éléments de comparaison avec des droits étrangers, en l'occurrence les droits allemand et espagnol. Fort d'un partenariat qui s'est développé depuis plusieurs années en droit des sociétés, il a paru naturel de solliciter les compétences des juristes de l'Université de la Sarre et d'Alicante. Egalement, de précédentes collaborations fructueuses avec l'EDHEC, ainsi qu'avec des économistes universitaires, nous ont convaincu que cette recherche ne pouvait que bénéficier d'une approche pluridisciplinaire. Toutefois, sa valeur ajoutée décisive ne réside peut-être pas tant dans sa dimension académique que pratique. Une double démarche empirique accompagne en effet ces travaux, qui ont d'abord bénéficié d'un accès à la technique contractuelle mise en œuvre dans le secteur du *private equity*, et ensuite profité de la disponibilité de plusieurs représentants de fonds d'investissement ainsi que de l'AFIC (Association Française des Investisseurs pour le Croissance).

Le présent document constitue le rapport final du projet de recherche. Il s'organise en plusieurs étapes. L'introduction ambitionne de dresser l'état de l'art relatif au statut du risque en économie capitaliste en général, et en droit des sociétés en particulier. Des encadrés agrémentent la présentation de cet état de l'art, reprenant à la fois des extraits des contributions de nos partenaires étrangers figurant en annexe, ou encore les éclairages des disciplines économiques et financières. Le chapitre suivant se présente de manière plus classique, et fournit une analyse des récentes évolutions du droit français relatives à la juste valeur du prix de cession des droits sociaux. Les chapitres 2 et 3 livrent les fruits des démarches empiriques s'attachant à la recherche ; ils présentent à la fois un inventaire analytique, sous forme de « clausier », des techniques contractuelles mises en œuvre par les acteurs du *private equity*, et révèlent l'opinion des investisseurs en capital sur leur propre relation au risque d'associé. Les annexes contiennent les contributions de nos différents partenaires ainsi que des documents utiles à la réflexion sur le thème de l'étude.

Qu'il soit permis aux responsables du projet de remercier à la fois la Mission, nos partenaires chercheurs et nos interlocuteurs professionnels. Tous ont permis de faire de cette recherche une expérience très enrichissante en termes de rencontres, de discussions et d'échanges.

R. Boffa
J.-C. Duhamel

INTRODUCTION

LE DROIT DES SOCIETES : TECHNIQUE JURIDIQUE D'ASSIGNATION DU RISQUE DE L'ENTREPRISE A L'ASSOCIE

Parce que la modernité mène inéluctablement vers une « société du risque », il faut admettre que ce dernier soit devenu le concept analytique majeur au service des anticipations politiques et économiques de l'avenir¹. Le risque est perçu comme une variable qui s'intègre dans un projet et qui à ce titre s'anticipe, plutôt que comme un phénomène potentiellement amené à être subi. L'anticipation du risque peut aboutir à une orchestration savante lorsque la puissance des mathématiques et de l'informatique est sollicitée ; de fait, la gestion du risque est devenue une discipline académique et professionnelle à part entière, qui permet de fonder le principe même d'action et de décision en économie et en finance.

Cette ambition de maîtriser les risques est pourtant à l'origine d'un paradoxe symptomatique de notre époque : la valorisation "maniaco-euphorique" de la prise de risque en tant que vecteur de profits, s'accompagne du refus "maniaco-dépressif" de la réalisation du risque que traduit la prolifération des mécanismes assurantiels. Certains auteurs ont mis en relief ce paradoxe² :

« [...] Quelle belle récupération marchande du risque dans cette société dont les membres, à la fois, doivent prendre des risques et voudraient ne pas en prendre (développement du marché des assurances, pratiques organisationnelles d'assurance contre le risque, etc.) ».

La présente recherche s'inspire d'un tel constat ; elle ambitionne d'apprécier dans quelle mesure l'assomption du risque économique par le propriétaire du capital dans l'entreprise organisée sous forme sociétaire demeure une réalité.

S'assigner un tel projet, c'est déjà prendre appui sur un postulat voulant que l'associé ait à assumer un risque économique essentiel, dont il ne peut se décharger sur autrui. Une telle opinion se fonde sur les débats les plus fondamentaux de l'économie politique, qui conduisent à considérer qu'en économie capitaliste, la fonction centrale de l'apporteur de capital est l'assomption du risque à la décharge des autres parties prenantes de l'entreprise, dont le créancier prêteur de denier (A).

¹ V. l'ouvrage de référence sur cette question : Beck (U.), *La société du risque. Sur la voie d'une autre modernité*, Flammarion, 2001.

² Méric (J.), Pesqueux (Y.), Solé (A.), *La « société du risque » : analyse et critique*, Economica, 2009, spéc. p. 6.

Dans la mesure où l'assomption du risque est la fonction essentielle de l'associé en économie capitaliste, elle est presque "naturellement" cristallisée dans le droit, qu'il soit français ou étranger ; mieux, l'assomption du risque par l'associé est paradigmatique en droit des sociétés (B).

L'objet global de la présente étude consistera à appliquer ce paradigme d'assomption du risque au mouvement actuel de la jurisprudence qui offre la possibilité toujours plus grande au tiers estimateur de procéder à une évaluation des droits sociaux, nonobstant les prévisions contractuelles des parties. Nous pensons en effet voir derrière cette évolution du droit français un fort potentiel de remise en cause des exigences de rentabilité contractualisées par l'associé en prévision de la vente de ses droits sociaux ; l'étude rigoureuse de la pratique de l'investissement en capital montrera cependant que les acteurs de ce secteur d'activité devraient être à l'heure actuelle largement préservés d'une telle perspective.

A/ L'ASSOMPTION DU RISQUE EN ECONOMIE CAPITALISTE : CRITERE DE DISTINCTION DE L'ASSOCIE ET DU CREANCIER

Selon Didier Danet : « L'apport en capital répond à une fonction particulière qui est l'assomption du risque d'entreprise³ ».

Avant d'en arriver à une telle conclusion, il ne semble pas inutile de refaire, modestement et (trop ?) rapidement, la petite histoire du risque en économie, tant dans sa dimension conceptuelle que pratique.

Pour cela, l'article de Jean-Nicolas Rieucou, « *"Les entreprises où les hommes s'exposent à une perte, dans la vue d'un profit". Condorcet et l'héritage de d'Alembert*⁴ », est d'une aide inestimable. On y apprend que le concept de risque est né parallèlement au développement des mathématiques probabilistes appliquées aux jeux de hasard, qui surent enthousiasmer, tel Pascal, les beaux esprits de l'époque Moderne. Certes, à en croire un autre auteur, la notion de risque appliquée à l'activité économique était déjà apparue aux 12^{ème} et 13^{ème} siècles, à l'occasion du développement du commerce maritime en Italie⁵. Mais l'intuition révolutionnaire, que Jean-Nicolas Rieucou prête essentiellement à Condorcet, a consisté à envisager le risque au-delà du jeu de dè, et à l'associer globalement et systématiquement aux activités humaines dans un univers incertain :

« Ne se cantonnant pas au thème du jeu de hasard, Condorcet étend en effet sa réflexion au problème des assurances et, plus largement encore, envisage sous un mode probabiliste et « empirique » les spéculations des agents lorsque ceux-ci entreprennent n'importe quel type d'opération économique, qu'elle soit de culture, de commerce ou d'industrie⁶ ».

A partir de là, c'est vers la justification rationnelle des choix des agents économiques que devait s'orienter l'utilité pratique du concept de risque. Cette fonction pratique résultant d'une approche logique, voire scientifique, n'intégrait pour autant pas la dimension politique et sociale du concept de risque. L'apport de l'école de pensée économique libérale du 19^{ème} siècle est de ce point de vue décisif.

³ Danet (D.), « La nature de la firme et la théorie des options : quel fondement juridique ? », *Revue Française de Gestion*, vol. 7, n° 3, 1992, pp. 95-111, spéc. p. 100.

⁴ *Revue économique* 1998, Vol. 49, n°5, pp. 1365-1405.

⁵ Piron (S.), « L'apparition du *resicum* en Méditerranée occidentale, XIIème – XIIIème siècles », in Collas-Heddeland (E) (et al.) (co-dir.), *Pour une histoire culturelle du risque. Genèse, évolution, actualité du concept dans les sociétés occidentales*, Editions Histoire et Anthropologie, Strasbourg, 2004, pp. 59-76.

⁶ Rieucou (J.-N.), *op. cit.*, spéc. p.1367.

Une importante série d'articles publiés à partir de la fin du 19^{ème} siècle jusqu'à la première guerre mondiale, et présentée comme la « polémique du *Quarterly Journal of Economics* », témoigne au premier ordre de l'utilisation du concept de risque économique dans une dimension politique et sociale⁷.

En effet, la « polémique du *Quarterly Journal of Economics*, roulant sur la justice sociale et son expression théorique (la question de la répartition)⁸ », entend établir de manière solide et définitive le lien entre la dévolution du profit et le risque assumé par le détenteur du capital. Ce faisant, émerge la fonction légitimatrice du risque économique, outre sa vocation à constituer un outil rationnel d'évaluation de l'incertitude au service de la prise de décision économique.

Rangée en ordre de bataille, la doctrine économique libérale la plus en vue à l'époque en Europe et dans les pays anglo-saxons, s'intéresse donc sagement au risque en tant que justification de la répartition du profit généré par l'entreprise capitaliste. Un tel intérêt pour le concept de risque ne devait rien au hasard, et si nous évoquons un « ordre de bataille », c'est qu'il s'agissait bien de lutter contre les théories marxistes fédérant toujours plus d'adeptes, puisant tout leur potentiel de séduction dans l'explication "enfin" fournie à la misère des populations laborieuses de l'ère industrielle.

La « polémique » débute avec un article de Hawley⁹, qui livre une sévère critique de l'ouvrage *Kapital und Kapitalzins* de von Böhm-Bawerk, paru en 1889. Ce dernier est une figure fondatrice de l'école de Vienne, qui oriente la dernière partie du 19^{ème} siècle vers une pensée économique libérale en farouche opposition aux théories marxistes. Von Böhm-Bawerk s'oppose à l'élément de base de la théorie marxiste voulant que le profit provienne du travail, et que sa captation par le détenteur du capital relève d'une spoliation ; au contraire, selon von Böhm-Bawerk, la légitimité de la captation du profit résiderait dans l'utilité matérielle et sociale des biens et des activités économiques produits par l'entreprise. La critique de Hawley porte sur le caractère insuffisant de cette explication. Selon Hawley, von Böhm-Bawerk échoue à restituer sa véritable légitimité à la captation du profit par l'entrepreneur, au sens de celui qui met en œuvre son capital dans une entreprise économique : l'assomption du risque. Eclairant à cet égard, le passage suivant de l'article de Hawley :

⁷ La lecture passionnante de cette série d'articles ne pouvant être intégralement restituée dans le cadre de la présente étude, nous renvoyons en annexe aux bonnes pages, sélectionnées par nos soins, de ce débat assurément central.

⁸ Pradier (P.-C.), Teira Serrano (D.), « Frank H. Knight. Le risque comme critique de l'économie politique », *Revue de synthèse* 2000, n°1-2, p. 79-116, spéc. p. 81 ; *adde*, spéc. p. 84 et s. : « La question fondamentale de la répartition, de la justice sociale comme on est sur le point de le dire, est, selon ces auteurs, de savoir si la contribution à la production et la rémunération tirée de cette production sont égales ».

⁹ Hawley (F. B.), « The Fundamental Error of "Kapital und Kapitalzins" », *Quarterly Journal of Economics* 1892, vol. 6, n° 3, pp. 280-307.

« [...] But, if science is to justify the popular conception of profit as fundamentally distinct from other kinds of income, it must do so by pointing to something the undertaker does for pay which is rewarded by neither wages nor interest, nor rent, something which Professor Böhm-Bawerk has entirely overlooked. Now, just such a peculiar industrial function of the undertaker is found in his being the person who relieves others of risk. [...] - he evidently renders to each class a service similar to that rendered by an assurance company when it insures us against death, accident, or loss of property¹⁰ ».

La fonction du propriétaire du capital est clairement identifiée : 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. Sur cette base, peuvent alors découler deux corollaires cruciaux, développés par d'autres auteurs de la « polémique » :

- Celui qui n'a rien à perdre ne prend pas un risque économique :

« It goes without saying that the hazard of business falls on the capitalist. The entrepreneur, as such, is empty-handed. No man can carry a risk who has nothing to lose. If the business goes to ruin, it is the furnisher of capital who suffers ; and it is he who, at the outset, counts on an offset for the danger. In the course of business he gets the offset : he receives the actuarial value of risk of personal harm to which he subjects himself¹¹ ».

- Celui que prend un risque économique s'expose à une perte éventuelle :

« The assumption of risks implies the occurrence of losses¹² ».

Selon un auteur, l'assomption du risque par le propriétaire du capital est à l'origine de l'école de pensée contemporaine dominante dans l'analyse de la relation nouée entre l'associé et le dirigeant de la société. Cette doctrine anglo-saxonne, dite de l'« agence¹³ », aboutit à faire de l'intérêt des détenteurs du capital (« les principaux ») la finalité de la gestion de l'entreprise par le dirigeant (« l'agent ») :

¹⁰ *Id.*, spéc. p. 283.

¹¹ Clark (J. B.), « Insurance and business profit », *Quarterly Journal of Economics* 1892, vol. 7, n°1, pp. 40-54, spéc. p. 46.

¹² Haynes (J.), « Risk as an Economic Factor », *Quarterly Journal of Economics* 1895, vol. 9, n°4, pp. 409-449, spéc. p. 416.

¹³ Pour l'article fondateur, cf. Jensen (M. C.), Meckling (W. H.), « Theory of firm, managerial behavior agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics* 1976, vol. 3, n° 4, pp. 305-306.

« Les actionnaires ne sont donc plus posés en surplomb par rapport aux autres parties prenantes, mais identifiés aux services qu'ils rendent : la fourniture de liquidité et l'assomption du risque. Ce rejet du concept de propriété est rivié à une conception de la firme comme nœud de contrats entre facteurs de production : on ne peut, par définition, posséder un (ou des) contrat(s) comme l'on possède un actif. À la notion de propriété est alors substituée celle de « relation d'agence » (agency relationship), pour décrire la nature de la relation entre actionnaires et managers¹⁴ ».

La force légitimatrice de l'assomption du risque, aboutissant à considérer que le service collectif rendu par le détenteur du capital justifie que l'entreprise soit dévouée à la création de valeur à son profit, est profondément ancrée dans la pensée économique contemporaine ; cela ne signifie pas pour autant qu'elle n'est ni contestable, ni contestée :

« L'influence de l'idéologie [...] est d'autant plus puissante qu'elle ne s'affirme jamais en tant que telle. Elle présente comme une exigence de la raison une adhésion à une fonction-objectif (la maximisation de la richesse des propriétaires) qui relève pour une bonne part de l'acte de foi. En effet sa justification principale, l'assomption du risque, est ambiguë tandis que le système de gouvernement de l'entreprise s'appuie sur une utilisation abusive des principes démocratiques. Ces deux faiblesses pèsent sur la crédibilité de l'orthodoxie financière¹⁵ ».

Une telle contestation révèle, autant qu'elle l'a dénoncée, l'hégémonie épistémologique de l'assomption du risque par le détenteur du capital dans les disciplines économiques et financières. Pour ce qui intéresse la présente étude, bornons-nous à constater que l'assomption du risque dessine la ligne de fracture entre l'associé et les autres parties prenantes de la société que sont ses créanciers salariés, fournisseurs ou prêteurs de deniers. C'est particulièrement à ces derniers que les disciplines économiques, financières et celles relevant globalement des sciences de gestion se sont intéressées ; l'encadré suivant propose de dresser un résumé de l'état de l'art relatif à la distinction de l'associé, apporteur en haut de bilan, et du créancier, prêteur en bas de bilan, au regard de l'assomption du risque.

¹⁴ Rebérioux (A.), « Les fondements microéconomiques de la valeur actionnariale. Une revue critique de littérature », *Revue Economique*, 2005/1, pp. 51-75, spéc. p. 55.

¹⁵ Vatteville (E.), « La création de valeur : de l'exclusivité à la diversité partenariale », *Management & Avenir* 2008, n° 18, pp. 88-103, spéc. p. 91. Cette position rejoint celle développée par Freeman en 1984, dans sa théorie dite "Stakeholders", cf. Freeman (R. E.) *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston : Pitman Publishing, 1984. Adde, Robé (J.-Ph.), « Pour en finir avec Milton Friedman. Misère de la théorie de l'agence », in Lyon-Caen (A.), Urban (Q.), *La crise de l'entreprise et de sa représentation*, Dalloz, coll. Thèmes & Commentaires, 2012, pp.11-31.

La distinction associé / créancier au regard de l'assomption du risque
Résumé de l'état de l'art en économie, finance et sciences de gestion

Le risque du créancier est inférieur au risque de l'associé

Le risque subi par un financeur de l'entreprise peut être défini comme la variabilité du rendement procuré par son investissement financier, donc par la variabilité des flux financiers qu'il perçoit. Ces flux sont de deux natures. Le premier type de flux est le revenu du capital ou de la dette, constitué du dividende pour l'associé, et de l'intérêt pour le créancier. Le second type de flux se rapporte à la récupération des fonds engagés. Pour les droits sociaux, une plus-value nécessite qu'ait eu lieu une « création de valeur actionnariale » (*shareholder value*) ; en cas d'apport de fonds propres dans une société non cotée, la récupération du montant apporté s'effectue par principe grâce à une vente de gré à gré, et conduira à une plus-value en cas de création de valeur actionnariale. En cas de fonds avancés sous forme de prêt (bancaire notamment), ceux-ci sont récupérés pour leur montant initial, sauf en cas de défaut de paiement de la société.

Pour ces deux types de flux, le risque subi par un apporteur de fonds propres est plus élevé que le risque subi par un prêteur, créancier de bas de bilan.

Considérons en premier lieu le revenu du capital ou de la dette. Faisons tout d'abord abstraction du risque de défaut, c'est-à-dire supposons un instant pour simplifier que le risque de défaut soit nul (le risque de défaut est le risque que le revenu économique dégagé par l'entreprise soit insuffisant pour rembourser sa dette). Les créanciers ne sont alors soumis à aucun risque car leur rémunération est fixe ; en effet, elle est prévue de manière contractuelle à la signature du contrat (taux d'intérêt pour un contrat de prêt classique, taux nominal du coupon pour une obligation). Les associés, quant à eux, sont soumis à un risque car leur rémunération n'est pas fixe : elle n'est pas déterminée de manière contractuelle, mais dépend du résultat économique, qui lui est aléatoire, car il dépend de la demande des clients, de la concurrence sur le marché, du prix des biens intermédiaires, etc... En outre, leur rémunération dépend de la politique globale de la société, c'est-à-dire de la politique de mise en réserve et d'investissement. L'associé perçoit le reliquat de richesse créée, c'est donc lui qui subit le risque créé par les aléas économiques et stratégiques de l'entreprise. De là, on peut écrire :

Revenu de l'associé (aléatoire) = Revenu économique (aléatoire) - Revenu du créancier (fixe).

A ce risque économique et stratégique subi par l'associé, s'ajoute le risque lié à l'effet de levier, risque décrit par Modigliani et Miller en 1958 (« The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment », *American Economic Review* 1958, vol. 48, n° 3, pp. 261-297). Le revenu perçu par l'associé est potentiellement d'autant plus élevé que l'endettement est élevé (c'est ce qu'on appelle l'effet de levier) : l'endettement permet un investissement supérieur à la richesse initiale de l'associé, dont il pourrait bénéficier des fruits. Mais en cas d'échec des investissements réels mis en œuvre par l'entreprise, le revenu de l'associé sera en contrepartie plus faible (on parle d'effet massue) car le nécessaire remboursement de la dette s'opèrera à partir des profits générés par l'ensemble de l'outil productif, en ce compris celui n'étant pas corrélé par la dette contractée. Le risque de l'associé est donc accru par un endettement supérieur, au sens où la volatilité de son revenu, c'est-à-dire le potentiel de gain tout comme celui de perte, est plus élevé.

Considérons en second lieu le récupération des fonds engagés. Il convient tout d'abord d'envisager la possibilité d'un défaut de paiement. Celui-ci peut conduire à la faillite, voire à la liquidation de l'entreprise ; il est d'autant plus élevé que l'endettement est élevé. Ce risque touche à la fois l'associé et le créancier. Cependant, le créancier peut détenir une garantie et donc être remboursé en partie, ce qui limite ses pertes et donc son risque. L'associé, au contraire, peut perdre l'intégralité de son apport. En effet l'apporteur de fonds propres se situe à la fin de l'ordre de priorité des remboursements en cas de liquidation de l'entreprise, et ne perçoit quelque chose que si la vente des actifs de l'entreprise a été suffisamment importante pour rembourser l'intégralité des dettes (*boni* de liquidation). Il constitue un « créancier résiduel » (*residual claimant*) : son apport sert de protection contre le risque de perte en capital pour les créanciers. Son risque est donc plus élevé.

La récupération des fonds engagés peut également s'opérer par cession des droits sociaux ou des créances matérialisant un emprunt. Sur ce point également le risque subi par l'actionnaire est supérieur au risque subi par le créancier : la variabilité de la valeur de marché des fonds propres est supérieure à

la variabilité de la valeur de la dette. Pour expliquer ceci, il est nécessaire de se référer aux modèles d'évaluation des actifs financiers, qui permettent de comprendre la formation des prix des actifs sur les marchés financiers. Les modèles d'évaluation d'obligations (que l'on prenne les plus simples reposant sur les travaux de Fisher en 1930 et fondés sur l'actualisation des coupons (Fisher (I.), *The Theory of Interest*, Macmillan Co., 1930), ou ceux fondés sur la modélisation stochastique du risque de défaut, reposant sur les travaux de Merton en 1974 (Merton (R.), « On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates », *The Journal of Finance* 1974, vol. 29, n° 2, pp. 449-470)) montrent que la valeur de marché d'une dette dépend essentiellement du risque de défaut de l'entreprise et du niveau des taux d'intérêt. Même si ces deux éléments varient, leur volatilité reste limitée. Les modèles traditionnels de Fisher (1930, cf. *supra*) et de Gordon et Shapiro en 1956 (Gordon (M.), Shapiro (E.), « Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit », *Management Science* 1956, vol. 3, pp. 102-112.) montrent que la valeur de marché d'une action, elle, dépend d'une part des anticipations que formulent les agents sur la capacité d'une entreprise à générer du profit, et d'autre part de leurs attentes de rentabilité. Les anticipations se modifient dès qu'une nouvelle information arrive, et dès que la psychologie des agents se modifie. De même, l'attente de rentabilité dépend de l'aversion vis-à-vis du risque des acteurs, et donc de leur psychologie. Ces différents facteurs créent une forte volatilité de la valeur de marché des fonds propres, engendrant un risque en capital (un risque de perte de l'apport) très important pour les actionnaires.

En conclusion, l'actionnaire supporte plus de risque pour trois raisons :

1° Son revenu est volatile alors que celui du créancier est fixe.

2° En cas de liquidation, sa perte est potentiellement plus importante car il n'arrive qu'au dernier rang des créanciers, en sa qualité « hypochirographaire ».

3° La valeur de marché de son investissement est plus volatile que celle du créancier.

Quel est le lien positif entre risque et rémunération du financeur ?

La littérature financière positive montre qu'il existe un lien croissant entre le risque subi par un apporteur de fonds et sa rémunération. En effet, plus le risque de perte est élevé, plus la rémunération doit être importante pour garantir une espérance de profit au moins nulle. Ainsi, le créancier exige un taux d'intérêt et des garanties d'autant plus élevés que le risque de défaut est important : sans cela, son profit attendu serait négatif, et il refuserait de prêter (v. par ex., Freixas (X.), Rochet (J.-C.), *Microeconomics of Banking*, MIT Press, 1997). En outre, le niveau de rémunération du financeur de l'entreprise est lié à son degré d'aversion au risque. La théorie de la décision traditionnelle, développée par Von Neumann et Morgenstern (von Neumann (J.), Morgenstern (O.), *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton University Press, 1944), estime que les êtres humains éprouvent très majoritairement de l'aversion vis-à-vis du risque : ils préfèrent percevoir de manière certaine une somme déterminée plutôt que de subir une situation risquée qui, en moyenne, leur fera gagner cette même somme. Ceci implique qu'ils souhaitent être rémunérés pour accepter de subir un risque, donc ici pour accepter d'apporter des fonds à une entreprise. Si cette rémunération ne croît pas avec le risque, alors les financeurs n'acceptent pas de prendre ce dernier car leur situation se détériore. C'est pour cette raison que la rémunération du créancier comme de l'associé contient une « prime de risque » d'autant plus élevée que le risque subi est important. On peut citer le modèle du MEDAF (modèle d'évaluation des actifs financiers) mis en œuvre indépendamment par différents auteurs dans les années 60 (J. Treynor, W. Sharpe, J. Lintner et J. Mossin), et qui montre un lien positif entre le risque d'un actif et la rémunération attendue par les individus.

De manière générale, et à cause de cette aversion vis-à-vis du risque qu'éprouve tout investisseur (en capital ou en dette), le niveau de risque est un élément central dans tous les modèles d'évaluation d'actifs utilisés en pratique sur les marchés financiers. Dans les modèles cités précédemment qui reposent sur l'actualisation des flux futurs (notamment le modèle de Fisher, ou le modèle de Gordon et Shapiro), plus le niveau de risque subi par l'investisseur est élevé, plus le taux de rentabilité qu'il exige est élevé, et du coup plus la valeur du titre est faible. C'est la valeur plus faible d'un actif, donc une valeur initiale de l'investissement plus faible, qui permettra à un investisseur de percevoir en effet la rentabilité escomptée sur le titre de capital ou le titre de dette. Dans les modèles d'évaluation de dette fondés sur une modélisation stochastique de défaut (Merton, 1974), le risque joue également un rôle primordial : plus la probabilité que le défaut de paiement survienne est élevé, moins le titre de

dette a de valeur. Là aussi, c'est cette valeur réduite qui assurera à l'investisseur sa rentabilité plus forte.

L'incitation à la prise de risque par l'entreprise diffère-t-elle en fonction du type de contrat de financement de ses investissements ?

Les contrats qui lient le créancier et la société d'une part et ceux qui lient l'associé et la société d'autre part sont de nature totalement différente, et induisent des incitations divergentes à la prise de risque par l'entreprise elle-même, ainsi que l'ont montré Jensen et Meckling en 1976 (Jensen (M. C.), Meckling (W. H.), « Theory of firm, managerial behavior agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics* 1976, vol. 3, n° 4, pp. 305-306). Pour bien comprendre leurs arguments, il faut avoir en tête ce que l'on entend par risque des investissements mis en œuvre par l'entreprise. Un investissement est plus risqué qu'un autre si la probabilité qu'il réussisse est plus faible ; la probabilité qu'il échoue, c'est-à-dire la probabilité de défaillance de l'entreprise, est alors plus élevée. En contrepartie, en cas de réussite, un projet d'investissement risqué génère un revenu plus élevé qu'un projet moins risqué.

Analysons maintenant les incitations créées par la nature des contrats de financement. Le gain réalisé par un créancier est limité au montant des fonds prêtés auquel se rajoutent les intérêts ; en cas de défaillance de l'entreprise, le créancier est remboursé partiellement, voire n'est pas remboursé. Ceci implique qu'un créancier témoigne une aversion plus grande vis-à-vis des investissements risqués de l'entreprise, tout au moins une fois le contrat de dette signé et ses caractéristiques (échéance, taux d'intérêt, garantie) fixées. En effet, toute prise de risque de la part de l'entreprise au travers de ses investissements se traduirait par une probabilité de défaillance, donc de perte, plus élevée pour lui, sans qu'il ne bénéficie pour autant de cette prise de risque puisque son gain est limité. Au contraire, la rémunération d'un associé implique de sa part une plus grande inclination pour les investissements risqués. En effet, en cas d'échec des investissements de l'entreprise, sa perte est limitée à son apport, alors qu'en cas de réussite du projet, son profit n'est pas plafonné : il perçoit l'intégralité du profit résiduel après remboursement de la dette et versement des intérêts. Un associé a donc davantage intérêt qu'un créancier à ce que l'entreprise mette en place des investissements risqués.

Ce qu'analysent Jensen et Meckling (1976), et qui est décrit ci-avant, constitue ce qui est communément appelé en gouvernance d'entreprise « le risque de substitution d'actifs » : une fois le contrat de dette signé, les associés de l'entreprise ont intérêt à accroître la prise de risque par rapport à ce qui était annoncé aux créanciers de bas de bilan.

La présente étude propose d'explorer, en droit des sociétés, cette assomption du risque par l'associé qui autorise à le différencier d'un "simple" créancier. Des auteurs ont montré le chemin à suivre pour mener à bien cette tâche :

« - le concept de risque et celui de gestion du risque conduit à la légitimité associée au devoir d'assumer le risque. Il n'y aurait ainsi pas de projet sans risque et la nécessité d'assumer le risque conduit au devoir de se construire une identité par rapport à cette notion pourtant largement fugitive, d'où les difficultés de cette construction¹⁶ ».

Il s'agit donc de décrire la façon dont le droit, au travers de principes cardinaux, construit l'identité de l'associé par rapport au risque.

¹⁶ Méric (J.), Pesqueux (Y.), Solé (A.), *La « société du risque » : analyse et critique*, Economica, 2009, spéc. p. 119.

B/ LE PARADIGME D'ASSOMPTION DU RISQUE DE L'ASSOCIE EN DROIT DES SOCIETES

Qu'est-ce qui différencie l'associé apporteur et le créancier prêteur en droit des sociétés ? *A priori*, la question peut sembler incongrue au regard du droit positif, qui fonde cette différence sur leur qualité respective : l'un est propriétaire de droits sociaux attribués en contrepartie d'un apport, et relève du régime juridique corrélatif d'associé tel que déterminé par le droit positif ; l'autre est créancier de la société en vertu d'une opération de crédit, et relève du régime corrélatif tel que déterminé par le droit positif. Cette réponse, si elle peut sembler un peu courte, est pour autant le guide pratique utilisé par la jurisprudence lorsqu'il s'agit de démêler des situations dans lesquelles l'un revendique les droits de l'autre (et réciproquement), ou l'un se voit opposer les obligations de l'autre (et réciproquement). Ainsi, par exemple, en cas de cumul des qualités d'associé et de créancier, leur indépendance respective justifie l'absence de transmission du compte courant en cas de donation de droits sociaux¹⁷. Ceci n'est qu'une illustration de ce qui relèverait d'une évidence : les qualités d'associé et de créancier sont disjointes. Mais à peine a-t-on dit cela que plusieurs décisions rendues par la Cour de cassation sèment le trouble. Par exemple, le blocage d'un compte courant d'associé nécessiterait de recueillir l'accord de son titulaire, une telle mesure étant assimilée à une augmentation des engagements d'associé¹⁸. Il est pourtant bien évident que l'accord exigé dans une telle circonstance ne corréle pas le principe sacramentel du droit des sociétés voulant qu'il est interdit d'augmenter les engagements d'un associé sans son consentement¹⁹ : le blocage du compte courant correspond à la modification des conditions d'engagement du créancier du compte, ès qualité, et non de celles d'un associé. Récemment, la Cour de cassation a estimé que le titulaire d'un compte courant, également associé d'une société civile, n'est pas assimilable au tiers créancier de l'article 1857 c. civ. et ne saurait dans cette mesure disposer, à l'encontre de ses coassociés, du recours en exécution de l'obligation aux dettes ouvert par cet article²⁰. Ces solutions, critiquées par la doctrine, témoignent de l'absence de clarté de la distinction associé / créancier sur la base de leur seule qualité d'apporteur ou de prêteur.

¹⁷ Cass., 3^{ème} civ., 18 novembre 2009, *Dr. sociétés* 2010, comm. 23, pp. 22-23, obs. Mortier ; *Bull. Joly* 2010, n° 3, pp. 241-243, note J.-P. Garçon.

¹⁸ Cf. cass. com., 24 juin 1997, GARÇON (J.-P.), « Le droit au remboursement permanent des comptes courants d'associés », *JCP E* 1998, n° 40, pp. 1539-1540 ; *JCP* 1997.II.22966, pp. 550-553, note P. Mousseron ; *adde*, CA Paris, 20 septembre 1996, *RTD com.* 1997, n° 3, pp. 461-463, note Cl. Champaud et D. Danet.

¹⁹ V. not. pour le droit commun des sociétés, l'art. 1836, al. 2 c. civ. ; v. pour les sociétés par actions, l'art. L. 225-96 c. com.

²⁰ Cass. com., 3 mai 2012, *RTD com.* 2012, n° 3, p. 575, note M.-H. Monsérié-Bon ; Barbière (J.-F.), « La qualité de créancier social absorbée par celle d'associé ? », *Bull. Joly* 2012, n° 7, pp. 571-573 ; Couret (A.), Dondéro (B.), « L'associé créancier n'est pas un tiers du point de vue de l'obligation aux dettes sociales », *JCP E* 2012, n° 27, pp. 24-26.

Tirer partie d'une perception claire de la distinction associé / créancier opérée par le droit des sociétés commande alors, si ce n'est de dépasser, au moins de compléter cette approche. Il s'agirait d'extraire du droit des sociétés un critère cardinal, propre à fonder la distinction entre l'apporteur en haut de bilan et le prêteur de bas de bilan. Or, précisément, les développements précédents ont montré que pour les disciplines économiques et financières, l'associé puisait tout sa singularité, notamment par rapport au créancier prêteur, dans l'assomption du risque. Il convient alors naturellement de s'interroger sur la propension du droit des sociétés à faire de ce risque assumé la singularité de l'apporteur du capital.

Il semble toutefois hasardeux d'entamer cette démarche consistant à isoler, au sein du *corpus* juridique de droit des sociétés, les règles et principes corroborant la vocation de l'associé à assumer le risque, sans peser préalablement la dimension de ce risque. Le terme « risque » est bien connu du droit des sociétés ; il sert la *summa divisio* des sociétés dites à « risque limité » et des sociétés dites à « risque illimité ». Le vocabulaire a son importance, car dans toute société, un risque existerait donc bel et bien, seule son intensité étant variable. Cette *summa divisio* du droit de sociétés témoigne en outre de ce que le risque dont il s'agit est bien celui pesant systématiquement sur les associés : les sociétés dont le risque est illimité emportent en effet une obligation à la dette pesant sur l'associé ; les sociétés dont le risque est limité impliquent quant à elles le risque pour l'associé de perdre le montant de son apport.

Cette dimension du risque s'attachant à l'ampleur de la responsabilité de l'associé sur son patrimoine personnel est-elle la seule déclinaison du risque en droit des sociétés ? D'un point de vue sémantique, peut-être. Mais substantiellement, on aurait tort de le penser. En effet, cette approche du risque par la classification des sociétés n'en dit pas suffisamment sur les différents principes juridiques qui placent l'associé dans une incertitude économique plus grande que n'importe quel créancier de la société. La distinction associé / créancier est servie en droit des sociétés par une exposition différente à l'aléa économique. La recherche consiste donc en réalité à savoir ce qui contraint, en droit des sociétés, l'associé à une plus grande résignation quant au sort qui le frappe, à la plus grande humilité face aux circonstances économiques qui conduisent à le rendre plus ou moins riche.

Cette contrainte singulière résulte de plusieurs principes majeurs du droit des sociétés. D'abord, il s'agit de l'inexistence d'un droit subjectif de retrait (1). Ensuite, de l'impossibilité de transformer un titre de capital en titre de créance (2). Enfin, du principe de contribution aux pertes et de prohibition des stipulations léonines (3). Ces principes corrént l'assomption du risque par l'associé en économie capitaliste ; aussi, il ne faut guère s'étonner de croiser la plupart d'entre eux en droit comparé, comme en témoignent les références opportunes aux droits allemand et espagnol.

1. L'inexistence d'un droit subjectif de retrait

Le droit de retrait marque la fin de la relation entretenue par l'associé avec la société. Il a fait l'objet d'une définition faisant autorité :

« [Le droit de retrait est la] prérogative reconnue à l'associé de mettre fin, s'il le désire, à sa participation sociale en reprenant ses apports, sans qu'il lui soit nécessaire de se trouver un successeur, ses droits sociaux étant acquis par la société en vue de leur annulation²¹ ».

Cette définition amène un rapide commentaire. D'abord, le droit de retrait n'est pas une exclusion, en ce qu'il ne traduit pas un départ forcé de la société : l'associé quitte la société de sa propre volonté. L'associé quitte également la société de sa propre initiative, ce qui implique d'opérer une nuance entre l'exercice d'un droit de retrait et la réponse positive à la proposition émanant de la société d'acquiescer ses propres droits sociaux²². En outre, le retrait n'est pas une cession de droits sociaux à un tiers, mais à la société ; on évoque ainsi couramment non pas un « achat » de droits sociaux consécutivement au retrait, mais un « rachat » de droits sociaux. Le retrait est assimilé à une reprise de ses apports par l'associé ; mais cela ne signifie pas que cette reprise s'effectue à la même valeur que le montant de l'apport : la valeur des droits sociaux qui ont été remis en contrepartie de l'apport et qui font l'objet du rachat est déterminée par principe au moment du rachat. Le rachat des droits sociaux consécutivement à un retrait doit par principe conduire à leur annulation ; le rachat conduit alors à une diminution du capital social.

Les manifestations du droit de retrait en droit des sociétés sont ponctuelles. Elles résultent de la loi ou du contrat, en l'occurrence des statuts de la société. Nous ne reprendrons à titre d'illustration que les plus représentatives :

- L'article 1869 c. civ. offre la possibilité pour l'associé de se retirer de la société civile. Ce droit est cependant subordonné à l'existence d'une clause statutaire en ce sens, ou à défaut, à l'accord unanime des autres associés ; de même, ce retrait peut être prononcé judiciairement, pour justes motifs.
- L'article 1851, al. 3 c. civ. envisage le droit de retrait de l'associé – gérant dans la société civile en cas de révocation, en l'absence de décision de dissolution anticipée de la société et au cas où les statuts n'interdiraient pas ce droit de retrait.

²¹ Sauget (I.), *Le droit de retrait de l'associé*, thèse Paris X, 1991, spéc. p. 624, n° 705.

²² V. par ex., pour la SA, les articles L. 225-207 et s. c. com. La Cour de cassation a rappelé récemment que les hypothèses légales de rachat par la société de ses propres actions sont « impératives », et qu'elles n'envisagent pas « la situation dans laquelle la société anonyme se serait engagée envers un actionnaire à lui racheter des actions » ; est donc nulle la promesse de rachat d'actions, cf. cass. com., 15 novembre 2010, *Rev. sociétés* 2011, n° 3, pp. 168-171, note R. Mortier.

- L'article L. 221-12 c. com. envisage le droit de retrait de l'associé – gérant dans la SNC en cas de révocation, dans la mesure où les associés décideraient la continuation de la société ou si les statuts prévoiraient cette continuation.

De ces illustrations, s'impose la conclusion que le droit de retrait répond à une prévision légale, qui le conditionne à l'existence d'une clause statutaire ou à des circonstances de fait précises ; il ne peut s'exercer sur la base de l'unique volonté de l'associé de se retirer. En ce sens, on peut estimer que le droit de retrait n'est pas un droit subjectif d'associé, c'est-à-dire une prérogative que son titulaire peut exercer dans son intérêt personnel et de manière souveraine, sous réserve de l'abus²³.

La fausse exception liée à la variabilité du capital ne doit pas amener à remettre en cause ce constat ; à peine pourrait-elle le tempérer. L'article L. 231-6 c. com. offre en effet à chaque associé de société à capital variable (qui ne peut toutefois prendre la forme de société anonyme) la possibilité de se retirer de manière discrétionnaire : « Chaque associé peut se retirer de la société lorsqu'il le juge convenable à moins de conventions contraires ». On retrouve un régime proche dans certaines sociétés qui connaissent également une forme de variabilité de capital, à l'image de la « société d'attribution », dont l'objet est la construction ou l'acquisition d'immeubles en vue de leur division par fractions destinées à être attribuées aux associés²⁴. La variabilité du capital postule la possibilité d'organiser de manière simplifiée des appels de fonds aux fins d'augmenter le capital, tout comme il postule la possibilité de diminuer le capital social par voie de retrait des associés. Ce type de structure sociétaire relève d'une catégorie juridique à part, impropre à invalider le principe régissant les sociétés à capital fixe : l'absence de droit subjectif de retrait reconnu à l'associé.

Un auteur a particulièrement bien résumé la problématique liée à la subjectivisation du droit de retrait :

« Le retrait ne se conçoit pas à titre autonome. Son autonomisation procède d'un mouvement général de subjectivation de certains droits qui tend à construire une identité individuelle contre la collectivité. »

²³ Gaillard (E.), *Le pouvoir en droit privé*, Economica, 1985, spéc. n° 33, p. 30 et s. : « En réalité, le titulaire d'un droit subjectif est libre d'en user à sa guise et aussi bien d'en faire un usage égoïste que d'en faire profiter autrui. Ce type de prérogative n'emporte donc pas, par nature, la justification du contrôle de son usage. En l'absence de finalité déterminée, la notion de détournement de pouvoir est ici sans application. Le fondement de l'abus de droit ne peut alors être trouvé que dans un tempérament justifié par des raisons d'ordre moral et destiné à apporter un correctif à l'absolutisme des droits subjectifs ».

²⁴ Cf. art. L. 212-9 c. const. urb. : « Sauf si les statuts ne prévoient que des attributions en jouissance, un associé peut, à tout moment, se retirer d'une société d'acquisition. Sous la même réserve, un associé peut, de même se retirer d'une société de construction, dès qu'une assemblée générale ordinaire a constaté l'achèvement de l'immeuble, sa conformité avec les énonciations de l'état descriptif et a décidé des comptes définitifs de l'opération de construction. A défaut de vote de l'assemblée générale, tout associé peut demander au tribunal de grande instance du lieu de la situation de l'immeuble de procéder aux constatations et décisions susvisées [...] Les retraits entraînent de plein droit l'annulation des parts ou actions correspondant aux locaux attribués en propriété et la réduction corrélative du capital social ».

Transposée au contexte du droit des sociétés, l'idée nouvelle est d'ériger le retrait en un véritable droit subjectif de l'associé pleinement opposable à la société et aux autres associés. Il s'agit de doter l'associé d'un nouveau moyen de protection de ses intérêts en lui permettant de liquider au mieux son investissement premier au sein de la société. Il n'en demeure pas moins que le retrait ne figure pas au titre des prérogatives accordées par la loi à l'associé [...], le retrait en tant que droit individuel de l'associé n'étant admis que de manière ponctuelle dans l'ensemble du droit des sociétés²⁵ ».

Il convient d'analyser cette réticence du droit positif à reconnaître le caractère subjectif du droit de retrait à l'aune de la distinction associé / créancier, et de l'assomption différente du risque économique que celle-ci entraîne.

Dans un ouvrage de référence consacré à la question du rachat des droits sociaux en droit français, on apprend que le rachat correspond à l'idée du paiement d'une dette, ou à l'acquittement d'une charge vis-à-vis d'un tiers :

« En conséquence, le rachat par une société de ses propres droits sociaux peut être défini comme l'acquisition dérivée, à titre particulier ou onéreux, de ses propres droits sociaux (actions ou parts sociales) par une société. Ainsi retrouve-t-on l'idée générale, mais particulièrement fréquente en droit, selon laquelle la notion de rachat implique le paiement d'une dette ou la suppression d'une charge²⁶ ».

Cette occurrence du « paiement d'une dette » de la société à l'égard de l'associé aboutirait à lui assigner la qualité d'un simple créancier... Un tel « paiement » pose problème eu égard à la caractéristique des droits sociaux qui par nature, souffrent d'une exigibilité bien plus lointaine que celle des créanciers ordinaires. Le droit de retrait consiste en effet à conférer aux droits sociaux le caractère d'exigibilité, c'est-à-dire « le caractère d'une dette dont le créancier est en droit de réclamer l'exécution immédiate, sans être tenu de respecter un terme, ni d'attendre l'accomplissement d'une condition suspensive²⁷ ». Or, précisément, l'associé est propriétaire d'un titre de capital dont le remboursement est conditionné, hors hypothèse d'un droit de retrait reconnu par la loi ou par les statuts sur habilitation légale, à la disparation de la société : les droits sociaux ne deviennent en effet exigible de plein droit qu'à partir du moment où les associés sont en mesure de se partager un *boni* de liquidation.

L'absence d'un droit subjectif de retrait, autant dire la vocation des droits sociaux à ne devenir exigibles qu'une fois les autres créanciers désintéressés, témoigne donc de la

²⁵ Georges (E.), *Essai de généralisation d'un droit de retrait dans la société anonyme*, LGDJ, 2005, spéc. n° 130, p. 89 et s.

²⁶ Cf. Mortier (R.), *Le rachat par la société de ses droits sociaux*, Dalloz, coll. *Nouvelle Bibliothèque de thèses*, 2003, not. n° 2 et s., p. 2 et s.

²⁷ Cornu (G.), *Vocabulaire juridique*, PUF, « exigibilité ».

soumission de l'associé à un aléa économique beaucoup plus fort qu'un créancier prêteur de bas de bilan.

En posant le principe d'inexistence d'un droit subjectif de retrait, le droit positif des sociétés français impose à l'associé une exposition au risque économique plus importante qu'au créancier. Si tant est que cette contrainte répond aux principes de base d'une économie capitaliste, il faudrait alors également l'observer dans les législations des pays étrangers.

Le droit espagnol est tout à fait intéressant à cet égard²⁸. En effet, l'article 346 de la loi espagnole sur les sociétés de capitaux (gouvernant les SA et SARL espagnoles) prévoit différentes hypothèses légales de retrait de l'associé, à l'image de la modification de l'objet social, ou encore de la prorogation de la société au-delà de son terme initial. L'article 347 prévoit quant à lui que les statuts peuvent librement stipuler d'« autres causes » d'exercice du retrait que celles prévues par la loi. Une question anime le droit espagnol : cette liberté statutaire s'étend-elle à la possibilité de prévoir un droit de retrait *ad nutum* ? Une telle possibilité, si elle ne saurait être assimilée à la reconnaissance d'un droit subjectif de retrait du fait de la nécessité qu'une stipulation statutaire reconnaisse un tel droit, laisserait pour autant une très large liberté à l'associé pour rendre exigible ses droits sociaux. Cette liberté rapprocherait son statut d'associé de celui de créancier ordinaire s'étant engagé avec la perspective de voir la dette de la société devenir exigible à son égard. Le droit espagnol ne semble pas s'opposer avec fermeté à cette perspective. Si une résolution de la Direction Générale des Registres et du Notariat a pu s'y montrer défavorable²⁹, une décision de la Cour d'Appel de Santa Cruz de Tenerife en 2007³⁰ puis de la Cour de cassation espagnole en 2011³¹ ont témoigné des positions plus libérales ; il ressort de cette jurisprudence que la simple volonté de l'associé de rendre exigible ses droits sociaux dans les sociétés de capitaux puisse être prévue par une clause des statuts. Il faut y voir un pas non négligeable du droit espagnol tendant à relativiser l'assomption du risque par l'associé.

Gallego (E.), « Le droit statutaire de sortie de l'investisseur dans les sociétés de capitaux fermées en droit espagnol » (trad. C Poveda et J.-C. Duhamel), cf. annexe 3 ; extraits :

« À côté des causes légales de retrait prévues dans la LSC [loi sur les sociétés de capitaux] (art. 346 de la LSC) et dans la loi 3/2009 sur les modifications structurelles des sociétés commerciales (ci-après LME), la LSC confère aux statuts une large aptitude légale pour établir « d'autres causes » (« otras causas de separación ») de retrait que celles prévues dans la loi (art. 347 LSC).

La LSC ne limite ni la liste ni la nature des éventuelles causes conventionnelles de retrait et, en principe, il ne semble donc pas exister d'inconvénient pour en inclure d'autres dès lors que, conformément aux limites générales qui s'imposent à l'autonomie de la volonté, elles ne violent pas

²⁸ Pour plus de détails sur le régime espagnol, nous renvoyons en annexe aux contributions de Mme Esperanza Gallego et de monsieur Jorge Moya Ballester, en sus de l'extrait rapporté ci-après.

²⁹ RDGRN, 25 septembre 2003.

³⁰ Sentencia de la Audiencia Provincial, 22 mai 2007.

³¹ Sentencia del Tribunal Supremo, 15 novembre 2011.

des normes impératives ou ne portent pas atteinte à la morale ou à l'ordre public (art. 1255 C. Civ.) ou n'affectent pas les principes structurels de la société (art. 28 LSC).

Concrètement, il est clair que la cause conventionnelle peut correspondre aussi bien à des motifs de nature subjective, liés par exemple à l'évolution de la situation individuelle des associés, que de nature objective, relatifs par exemple à la vie de la société, ou encore à d'autres circonstances comme l'écoulement d'un certain laps de temps.

[...]

Ce type de clauses est particulièrement utile pour permettre le départ de l'associé-investisseur, compte tenu [...] que le programme d'investissement est en général soumis à une planification d'ordre temporel dans laquelle on prévoit la récupération du capital investi. Cependant, la stipulation d'une clause de retrait est parfois un exercice délicat, dans la mesure où les circonstances pouvant amener l'associé à désirer se retirer peuvent être nombreuses et surtout évolutives, rendant ce faisant difficile l'anticipation rédactionnelle des causes de retrait. Cela conduit à examiner l'éventuelle licéité des clauses statutaires qui confèrent à l'associé-investisseur la faculté de décider de son départ de manière discrétionnaire, sur la base de sa seule décision.

A priori, une telle clause doit être appréhendée avec la plus grande précaution en ce qu'elle est particulièrement susceptible de contrarier l'intérêt commun des associés. On comprend alors pourquoi son admissibilité semble contestée par la LSC elle-même, qui exige la présence statutaire d'une « autre cause » de retrait, formulation laissant augurer un nécessaire ancrage statutaire en dehors de la seule volonté de l'associé. Cette prévision légale conduirait à affirmer qu'une sortie conventionnelle dont la cause repose sur la seule volonté de l'associé qui veut se retirer n'a pas sa place dans le système espagnol, car dans une telle circonstance, le retrait de l'associé ne serait pas "causé".

Nonobstant la relative faiblesse de cette dernière affirmation découlant de l'interprétation de la formule « autres causes », puisque rien dans le texte de la LSC n'oblige à estimer que la seule volonté de l'associé ne puisse être considérée comme une cause de retrait à part entière, aucun des arguments supplémentaires avancés pour tenter de justifier l'interdiction ne paraît convaincant, ce dont témoigne du reste la position actuelle de la jurisprudence espagnole.

D'abord, sur le plan du droit des contrats, l'article 1256 du Code civil n'interdit en aucune façon l'admissibilité de ce type de clauses. En outre, autant dans les relations à durée indéterminée que dans celles imprégnées par l'*intuitus personae*, relations au sein desquelles la société non cotée se love aisément, la règle est précisément le droit de résiliation sans cause.

[En outre, l]es sociétés dont nous parlons ne sont pas de simples sociétés de capitaux, mais des sociétés de capitaux fermées, c'est-à-dire, par définition, des sociétés qui non seulement limitent la possibilité de transmission des actions et participations, mais qui, surtout, ne disposent pas d'un marché qui permette le désinvestissement. [...] La cession des droits sociaux ne constitue pas une solution efficace de sortie permettant de palier l'inexistence d'un droit subjectif de retrait et de contourner les inconvénients de la durée indéterminée de la relation sociétale et de la soumission au pouvoir majoritaire ; une telle solution, au contraire, peut être apportée par l'insertion d'une clause statutaire de retrait *ad nutum*, puisque son potentiel réside précisément dans la garantie de liquidité qu'elle confère à l'investisseur et dans la protection efficace qu'elle confère à la minorité, protection spécialement nécessaire dans les sociétés fermées où les mécanismes mis à la disposition des associés minoritaires pour faire face aux comportements oppressifs de la majorité sont particulièrement limités.

[...]

De même, soutenir une telle restriction à l'autonomie de la volonté en alléguant un risque manifeste aussi bien pour les créanciers que pour la propre société, est un argument non décisif. Particulièrement lorsque l'on fait dériver le risque pour les créanciers de l'insuffisance des mécanismes prévus par la LSC pour préserver leur gage en cas de retrait en général : un tel argument n'est pas décisif en ce sens que le législateur lui-même, lorsqu'il prévoit des causes légales de retrait, n'est pas particulièrement

soucieux du sort des créanciers de la société... Quant au deuxième argument, fondé sur le risque pour la société elle-même, il naît des conséquences que pourrait entraîner l'exercice du droit de retrait comme par exemple la dissolution des sociétés à *fort intuitu personae*, ou encore en raison, par exemple, de la nécessité de procéder à autant de réductions de capital que d'exercices du droit de retrait ; cette façon de voir les choses est courte, dans la mesure où la reconnaissance d'un droit subjectif de retrait peut tout à fait s'accompagner d'un régime préventif visant à éviter des effets trop préjudiciables à la société, tout comme d'un régime de sanction dans l'hypothèse d'un usage abusif d'un tel droit. Sur ce dernier point, il conviendrait en effet d'éviter le risque d'exercice abusif ou intempestif du droit de retrait par le biais d'une mention statutaire adaptée. Une telle mention s'inscrirait dans le sillage de l'article 7.2 du C. civ. qui culpabilise l'abus de droit. De même, un tel correctif statutaire au caractère subjectif d'un droit de retrait agirait de façon similaire aux préventions contenues dans le Code de Commerce lorsqu'il régle la sortie *ad nutum* de l'associé dans certaines formes sociétaires, c'est-à-dire son inadmissibilité en cas de mauvaise foi dans l'exercice du retrait (art. 224 C. com.), et son inefficacité jusqu'à ce que s'achèvent, conformément à l'intérêt commun des associés, les négociations en cours relatives aux conséquences de cette sortie (art. 225 C. com.) ».

En comparaison de cette évolution du droit espagnol des sociétés de capitaux, le droit allemand semble plus strict quant à l'impossibilité pour un associé d'une société par actions d'obtenir le remboursement de ses droits sociaux en cours de vie sociale³². L'inexistence d'un droit subjectif de retrait en droit allemand s'appuie sur le concept de *Kapitalerhaltung*, qui prohibe de manière générale une redistribution du capital aux associés. L'article 57 de la loi sur les sociétés par actions (AG § 57 AktG) est le siège de cette interdiction. Il précise ainsi, en son premier alinéa, que les « apports ne peuvent être remboursés aux associés », tandis que son deuxième aliéna dispose de manière pédagogique que « le paiement d'un prix d'achat dans une hypothèse d'acquisition par la société de ses propres droits sociaux ne doit pas être considéré comme étant un remboursement des apports ». Cette dernière disposition est riche d'enseignement : le droit allemand est soucieux de bien distinguer les hypothèses de rachat de droits sociaux à l'initiative de la société par actions et d'exercice du droit de retrait par l'associé, même si ces deux cas de figure aboutissent à la même conséquence qu'est la diminution du capital. Comme pour "enfoncer le clou", ce même texte prévoit que « jusqu'à ce que la société ne soit dissoute, seuls les bénéfices distribuables peuvent être distribués aux associés »... Par contraste, la liberté laissée par la jurisprudence allemande aux statuts de la GmbH pour organiser le retrait de l'associé semble davantage rapprocher cette forme sociétaire du régime qui prévaut en droit espagnol à la fois pour les SA et les SARL.

³² Pour plus de détails, nous renvoyons en annexe à la contribution de M. Björn FASTERLING, en sus de l'extrait rapporté ci-après

Fasterling (B.), « Risque et capital en droit allemand » (trad. J.-C. Duhamel), cf. annexe 2 ; extraits :

« Principe d'intangibilité du capital :

Le droit des sociétés allemand relatif à la GmbH (proche de la SARL française) et à la AG (proche de la SA française) insiste avec force sur la notion de *Kapitalerhaltung*, qui pourrait être traduite par l'intangibilité, la sécurité ou encore la garantie du capital.

La notion de *Kapitalerhaltung* emporte un principe général de prohibition de la redistribution directe ou indirecte du capital aux associés. Karsten Schmidt, auteur faisant autorité en Allemagne, estime que le droit des sociétés allemand est d'ailleurs bien connu pour garantir les fonds propres de la société, davantage que pour renforcer la transparence du financement sociétaire. Les dispositions essentielles assurant l'intangibilité du capital social figurent à l'article 57 de la loi allemande sur les sociétés par actions (AktG) :

« § 57 : Interdiction du remboursement du capital, interdiction des clauses statutaires d'intérêt fixe en rémunération des apports

(1)

1. Les apports ne peuvent pas être remboursés aux associés.

2. Le paiement du prix du rachat par la société de ses propres droits sociaux, lorsque celui-ci est autorisé, n'est pas considéré comme un remboursement d'apports.

[...]

(2) Des intérêts ne peuvent ni être promis, ni être payés aux associés.

(3) Jusqu'à ce que la société ne soit dissoute, seuls des profits distribuables peuvent être répartis entre les associés. »

Une disposition similaire existe concernant la GmbH, à l'article 30 de la GmbHG. Toutefois, à la différence des règles en matière de AG, la notion de *Kapitalerhaltung* pour la GmbH cherche seulement à garantir le montant du capital, autorisant ainsi au profit des associés une plus grande souplesse dans la rémunération de leurs apports. Par exemple, il n'est pas interdit aux associés de GmbH de percevoir une rémunération supplémentaire par rapport aux seuls dividendes perçus sur la base des bénéfices distribuables, du moment que la situation comptable de la société le permet. En revanche, la stipulation d'un dividende garanti, nonobstant la situation comptable de la société, n'est pas plus autorisée dans la GmbH que dans la AG.

[...]

Principe d'inexistence du droit subjectif de retrait :

Il n'y a pas de voie légale pour un associé de société par actions en droit allemand d'exiger le remboursement de son apport. La loi présuppose en effet qu'il existe un marché liquide pour les actions et que l'associé est libre de céder ses titres s'il souhaite quitter la société [...].

En revanche, concernant la GmbH, même si la loi ne le prévoit pas expressément, la jurisprudence allemande a pu estimer qu'un associé pouvait être autorisé à demander le rachat de ses droits par la société, dans la mesure où la continuation du contrat de société deviendrait inacceptable à son égard. Ce retrait pour juste motif, pour juste cause, est strictement interprété et autorisé dans des circonstances exceptionnelles en droit allemand (ex : abus de pouvoir répété par les associés majoritaires ; demandes inacceptables auprès d'un associé de fournir des services à la société sur une longue période). Cependant, une certaine liberté statutaire demeure dans la GmbH pour organiser le régime du retrait de l'associé, liberté portant aussi bien sur les conditions que sur l'exécution du retrait. La seule limite consiste à ce que les statuts ne puissent totalement prohiber la possibilité d'un retrait pour juste motif. En deçà, les statuts peuvent stipuler un terme à la participation sociétaire d'un associé, ou encore définir ce que pourrait être une juste cause de retrait [...]. »

2. L'interdiction de convertir et de transformer un titre de capital en titre de créance

L'impossibilité de transformer un titre de capital en titre de créance est abordée de manière directe et indirecte par le droit. A ce second titre, l'article L. 232-15 c. com. prohibe la stipulation de clause d'intérêt fixe dans les statuts :

« Il est interdit de stipuler un intérêt fixe ou intercalaire au profit des associés. Toute clause contraire est réputée non écrite ».

La sanction fulminée à l'encontre de telles clauses démontre le caractère d'ordre public de la prohibition. Il est bien évident que ce principe vise indirectement l'impossibilité pour un associé de se muer en créancier ordinaire en bénéficiant d'une certitude de rentabilité liée à son investissement. Alors que l'intérêt fixe est certainement la modalité la plus courante de rémunération du prêteur de bas de bilan, qu'elle lui offre une certitude de gains tant que la société est apte à faire face à son passif exigible, cette rémunération est strictement prohibée en droit français. Cette prohibition ne fait que témoigner de l'impérieuse soumission de l'associé à l'incertitude économique ; sa rémunération répond à l'existence de profits générés par la société. Bien entendu, le droit français ne fait que poser une solution largement partagée à l'échelle du droit comparé. Ainsi, en droit allemand³³, l'article 57 de la loi sur les sociétés par actions, précédemment cité, énonce en son deuxième point qu'un « intérêt ne peut pas plus être promis que payé aux actionnaires », solution valable également s'agissant de la société à responsabilité limitée (GmbH).

A dire vrai, ce n'est pas tant cet aspect de la question qui doit retenir l'attention que celui concernant le régime de ce qu'il est d'usage de désigner sous le terme de valeurs mobilières composées. Conformément à l'article L. 228-91, al. 1^{er} c. com. :

« Les sociétés par actions peuvent émettre des valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance ».

Le même article prévoit toutefois, en son 5^{ème} alinéa :

« Les titres de capital ne peuvent être convertis ou transformés en valeurs mobilières représentatives de créances. Toute clause contraire est réputée non écrite ».

Ces quelques phrases fournissent le guide méthodologique de l'émission des valeurs mobilières composées. Ce guide méthodologique est d'autant plus utile que depuis 1985³⁴,

³³ Pour plus de détails, nous renvoyons en annexe à la contribution de M. Björn FASTERLING.

³⁴ Loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985.

et l'abandon du « principe de typicité³⁵ », les valeurs mobilières composées ne constituent plus des « titres nommés », au sens juridique du terme. Auparavant, en effet, les sociétés ne disposaient que d'outils de financement hybrides prévus spécialement par la loi : les « obligations convertibles en actions » (OCA, créées en 1953), les « obligations échangeables en actions » (OEA, créées en 1966), ou encore les « obligations avec bons de souscription d'actions » (OBSA, créées en 1983). La loi de 1985 rompt avec cette logique de titres nommés, et offre aux sociétés la liberté de composer comme elles l'entendent leurs valeurs mobilières, sous réserve d'une règle d'or encore de droit positif : le respect du sens de conversion ou de transformation "titre de créance vers titre de capital".

Cette règle, là encore expressément sanctionnée par la nullité de la clause qui y attenterait, relève bel et bien de l'ordre public sociétaire. La préservation d'un tel seuil d'ordre public malgré le vent de libéralisation porté par la loi de 1985 s'explique : sous couvert de liberté dans la composition des valeurs mobilières, l'apporteur en capital aurait pu se voir remettre un titre susceptible de le faire échapper à l'incertitude de rentabilité, par voie de transformation ou conversion en titre de créance. Il est assez remarquable que l'assomption du risque par l'associé serait à ce point incontournable qu'elle n'aurait pu être remise en cause par un principe de liberté de création des valeurs mobilières composées. On aurait ainsi certainement tort de voir dans cette règle, comme le font certains auteurs, uniquement le souci du législateur d'apporter au principe d'intangibilité du capital le moins d'exceptions possible ; à moins qu'il ne s'agisse, ce faisant, de se ménager des arguments aisés de contestation de la prohibition, tant son fondement, l'intangibilité du capital social aux fins de préservation du gage des créanciers, est lui-même des plus fragile³⁶. C'est en réalité certainement un principe plus haut qui a inspiré le législateur de 1985, à savoir l'assomption du risque par l'apporteur en capital qui partant se distingue du prêteur de deniers : le législateur « a souhaité éviter que les actionnaires se désengagent du capital social, se transformant ainsi en simples prêteurs³⁷ ».

En ce domaine comme dans les précédents, les enseignements fournis par le droit comparé témoignent des réticences à concevoir qu'un associé puisse se ménager la possibilité de changer sa condition pour celle, éventuellement plus confortable en cas de mésaventure sociétaire, de créancier. Ainsi en droit allemand, tant la conversion que la transformation d'un titre de capital et titre de créance est prohibée³⁸.

³⁵ Piétrancosta (A.), *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, Thèse Paris 1, 1999, spéc. n° 290.

³⁶ A titre d'exemple de ce qui semble constituer une telle démarche : « L'interdiction de transformer ou convertir un titre de capital en titre de créance, fondée sur le principe d'intangibilité du capital social, semble perdre de sa légitimité compte tenu de l'obsolescence de la fonction de gage des créanciers attribuée au capital social », in Grenot-Devedjian (A.), *Les valeurs mobilières composées*, Thèse Paris 1, 2008, n° 77 et s., p. 104 et s.

³⁷ Bonneau (T.), « Valeurs mobilières composées », *J.-Cl. Sociétés Traité*, fasc. n° 1903, spéc. n° 42.

³⁸ Pour plus de détails, nous renvoyons en annexe à la contribution de M. Björn Fasterling.

Fasterling (B.), « Risque et capital en droit allemand » (trad. J.-C. Duhamel), cf. annexe 2 ; extraits :

« La loi allemande ne permet pas la conversion d'un titre de capital en titre de créance. [...] Plusieurs raisons à cela :

- Pour les sociétés par actions : l'article 23 (5) AktG dispose que les statuts de la société ne peuvent déroger à la loi, que si la loi elle-même autorise une telle déviation ; or, aucune disposition de la loi allemande n'autorise les statuts à émettre des titres permettant de convertir et transformation un titre de capital en titre de créance.

- L'article 57 (2) AktG (mais également l'article 30 GmbHG qui devrait avoir des effets juridiques similaires), prohibe le paiement d'intérêts fixe aux associés. Cette prohibition serait profondément détournée si les titres de capital pouvaient être convertis en dette.

- Les dispositions relatives à la protection des créanciers sociaux (articles 225 et 272 AktG), à l'occasion d'une réduction du capital, se verraient également profondément remises en cause si les droits sociaux pouvaient être convertis en titre de bas de bilan. »

La règle est également similaire en droit espagnol, où le droit des valeurs mobilières composées n'offre que la possibilité pour un créancier de bas de bilan d'assumer une plus forte exposition au risque, et non l'inverse. Comme le note Mme Pilar Montéro dans sa contribution jointe en annexe de la présente étude et consacrée à l'analyse du droit des valeurs mobilières composées en droit espagnol :

« Par l'exercice de son droit de conversion, l'obligataire devient actionnaire de la société ; l'une des principales caractéristiques de ce changement est qu'il va désormais être exposé au risque que comporte la participation au capital d'une société, obtenant en contrepartie l'ensemble des droits revenant aux actionnaires et qui le distinguent sa qualité antérieure de l'obligataire ».

3. Le principe de contribution aux pertes et de prohibition des stipulations léonines

Le principe de contribution aux pertes figure au titre des dispositions relatives au contrat de société ; selon l'article 1832, *in fine* c. civ. :

« Les associés s'engagent à contribuer aux pertes ».

De même, l'article 1844-1, al. 1^{er} c. civ. énonce :

« La part de chaque associé dans les bénéfices et sa contribution aux pertes se déterminent à proportion de sa part dans le capital social et la part de l'associé qui n'a apporté que son industrie est égale à celle de l'associé qui a le moins apporté, le tout sauf clause contraire ».

La contribution aux pertes est un élément central de l'assomption du risque par l'associé ; la perte à laquelle l'associé doit contribuer est la matérialisation juridique du risque économique qui s'est réalisé. La contribution aux pertes ne fait pas l'objet d'une définition juridique, mais seulement d'une injonction ; c'est son régime tel qu'il ressort du droit positif qui permet d'en définir les contours.

La notion voisine de perte comptable est une bonne clef d'entrée pour comprendre la substance de la contribution aux pertes par l'associé. La société réalise une perte comptable lorsque son exercice est déficitaire, c'est-à-dire lorsque les charges de la société ont été supérieures aux produits liés à son exercice comptable. Par principe, en cours de vie sociale, l'associé ne contribue qu'indirectement aux pertes comptables inscrites au bilan de la société. Cette contribution s'apprécie d'abord en termes de *lucrum cessans*, de manque à gagner. L'article L. 232-11 c. com. prévoit ainsi que « le bénéfice distribuable est constitué par le bénéfice de l'exercice, diminué des pertes antérieures ». De même, il faut voir dans la dépréciation de la valeur des droits sociaux liée à l'existence de pertes inscrites au bilan, une modalité indirecte pour l'associé de contribuer aux pertes : l'existence de pertes amoindrit mécaniquement l'évaluation de droits sociaux sur la base de l'actif net de la société, c'est-à-dire de ses fonds propres.

La contribution aux pertes en cours de vie sociale pourra également correspondre à l'hypothèse où les associés décident d'éponger les pertes par une réduction du capital. Que signifie, à l'égard de l'associé, une telle réduction de capital ? L'acceptation de voir diminuer le montant des droits sociaux inscrit en haut de bilan. Parfois, c'est la loi qui incitera fortement les associés à faire ce sacrifice, lorsque le montant des pertes sera trop important par rapport au montant total des fonds propres³⁹. Là encore, ces sacrifices ne peuvent véritablement être tenus pour une contribution directe aux pertes de la société, dans la

³⁹ Cf. art. L. 223-42 c. com. concernant la SARL ; art. L. 225-248 concernant la société anonyme.

mesure où, comme on l'a vu plus haut, les droits sociaux ne sont par principe pas exigibles en cours de vie sociale. En revanche, cette diminution du montant des droits sociaux inscrit en haut de bilan produira directement ses effets à partir du moment où ceux-ci deviendront exigibles, c'est-à-dire au moment de la liquidation du patrimoine de la société et de la reprise des apports. En outre et surtout, à ce moment de la liquidation, la position hypochirographaire des associés leur fera subir le risque d'un *boni* de liquidation insuffisant pour opérer cette reprise d'apports. C'est bien à ce moment là que la contribution aux pertes prendra la forme d'un *damnum emergens*, c'est à dire d'une perte subie. D'ailleurs, la plupart des auteurs présentent la contribution aux pertes comme une obligation de l'associé au seul moment de la liquidation de la société⁴⁰ ; l'assomption du risque par l'associé connaît une intensité la plus forte à cette occasion.

Bien entendu, nous osons rappeler que la contribution aux pertes ne concerne que la relation qu'entretiennent les associés avec la société. Elle ne doit pas être confondue avec l'obligation à la dette contractée par la société, qui correspond à la situation très précaire des associés dans la société à risque illimité. L'obligation à la dette concerne les relations entre les associés et les tiers créanciers de la société incapable d'honorer ses engagements. Elle fait naturellement peser sur les associés un risque économique très supérieur par rapport à la seule contribution aux pertes : au lieu de ne pas récupérer le montant de son apport, ce qui correspond à la contribution aux pertes, l'associé est obligé bien au-delà, pour les dettes de la société contractées vis-à-vis des tiers.

Les associés disposent-ils d'une liberté totale pour échapper à leur obligation de contribuer aux pertes de la société ? C'est là encore une question très classique du droit des sociétés, celle du principe de prohibition des stipulations léonines figurant à l'article 1844-1, al. 2 c. civ. :

« - la stipulation attribuant à un associé la totalité du profit procuré par la société ou l'exonérant de la totalité des pertes, celle excluant un associé totalement du profit ou mettant à sa charge la totalité des pertes sont réputées non écrites ».

Cette prohibition est un marqueur du droit des sociétés français. Elle corréle à la fois le principe de contribution aux pertes décrit ci-avant, et le principe de partage du profit tel qu'il figure à l'article 1832 c. civ. (la société est instituée « en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter »). Dans cette mesure, tout un chacun s'accorde à considérer, conformément à la lettre du texte, qu'un associé ne pourrait être privé de l'intégralité des bénéfices⁴¹, tout comme il ne pourrait échapper à l'intégralité des

⁴⁰ Vidal (D.), *Droit des sociétés*, 7^{ème} éd., LGDJ, 2010, n° 53, p. 45 et s. ; Le Cannu (P.), Dondéro (B.), *Droit des sociétés*, 4^{ème} éd., Montchrestien, 2012, n° 1393, p. 871 et s. ; Merle (Ph.), *Sociétés commerciales*, 16^{ème} éd., Dalloz, 2013, n° 40, p. 67 et s.

⁴¹ Pour une illustration, dans un pacte extra-statutaire, d'une clause aux termes de laquelle un associé renonçait à tous les bénéfices, en contrepartie du versement mensuel forfaitaire, cf. cass. com., 18 octobre 1994, *Rev. sociétés* 1995, n°1, pp. 44-46, note P. Didier.

pertes⁴². Mais en deçà, la répartition inégalitaire du profit, tout comme la contribution inégalitaire aux pertes, ne semblent pas susceptibles d'une remise en cause sur le fondement de la prohibition des stipulations léonines. Comme le note des auteurs : « L'égalité n'est pas l'âme du contrat de société, d'où la validité des clauses d'inégalité de traitement⁴³ ». Ces clauses d'"inégalité" peuvent porter, de manière certaine et ancienne, à la fois sur les modalités de répartition des bénéfices⁴⁴, et sur les modalités de contribution aux pertes⁴⁵.

A titre de comparaison, le droit espagnol se positionne de manière similaire au droit français s'agissant de la prohibition des conventions léonines : l'article 1691 du code civil espagnol prévoit en effet qu'« est nulle la convention qui exclut un ou plusieurs associés de toute participation aux profits ou aux pertes⁴⁶ ». En revanche, le droit allemand ignore en tant que telle la prohibition des clauses léonines ; il ne raisonne que sur la notion d'intérêt, pourrions-nous dire de cause, à l'engagement d'associé. Ainsi, la Cour de cassation allemande admet que l'associé puisse être privé des bénéfices, puisse se voir interdire toute reprise d'apport, ou puisse se voir privé de tout droit politique, à partir du moment où ces trois privations ne se cumulent pas ; dans ce dernier cas en effet, le droit allemand, au fondement de l'article 138 du code civil, considère que l'engagement d'associé n'aurait plus de cause⁴⁷.

⁴² Tel serait vraisemblablement le cas si par exemple une clause statutaire garantissait à l'associé le remboursement de son apport à la liquidation de la société. La portée d'une telle obligation s'apprécie toutefois difficilement. La possibilité même pour la société d'exécuter son obligation demeure des plus incertaine, car il n'est pas dit qu'à la liquidation, le *boni* serait suffisant pour respecter cet engagement ; ou alors, il faudrait conférer à l'associé bénéficiaire d'une telle clause un rang privilégié par rapport aux autres créanciers de la société, ce qui ne s'envisage pas eu égard à sa vocation hypochoirographaire... A la vérité, un tel droit au remboursement de l'apport ne se conçoit pas à l'égard de la société, mais bien à l'égard des associés. On rejoint alors la question du « sort incertain de la garantie contre les pertes émanant d'un co-associé », pour reprendre l'expression de F.-X. Lucas (« Théorie des bénéfices et des pertes. Clauses léonines », *J.-Cl. Sociétés Traité*, fasc. n° 15-30, spéc. n° 32) ; cette question n'est aujourd'hui pas résolue, dans la mesure où les juridictions n'ont plus eu récemment l'occasion de s'y pencher, tandis que les quelques décisions contradictoires datent d'avant guerre.

⁴³ Cozian (M.), Viandier (A.), Deboissy (F.), *Droit des sociétés*, 25^{ème} éd., Lexis-Nexis, 2012, spéc. n° 135, p. 77.

⁴⁴ ... qui peuvent se départir du principe seulement supplétif de partage des bénéfices au prorata de la participation au capital, tel qu'il figure à l'article 1844-1, al. 1^{er} c. civ. Cette inégalité dans la répartition du bénéfice peut s'appuyer par exemple sur des actions de préférence intégrant un dividende privilégié, ou sur une clause des statuts accordant un dividende majoré *propter personam*. Par exemple, pour une espèce où une clause statutaire prévoyait que « jusqu'à 20.000.000. francs de chiffre d'affaires, les bénéfices seraient distribués à MM. X... et Y... et qu'au-delà, la répartition se ferait proportionnellement au nombre de parts sociales », cf. cass. com., 29 octobre 2003, pourvoi n° 00-17.538.

⁴⁵ ... qui peuvent se départir du principe seulement supplétif de répartition des pertes au prorata de la participation au capital, tel qu'il figure à l'article 1844-1, al. 1^{er} c. civ. Peut ainsi être prévue une répartition égale malgré l'inégalité des apports, ou, inversement, une répartition inégale nonobstant l'équivalence des apports. Un associé peut aussi bénéficier d'un plafond de participation aux pertes, ou d'une franchise de participation aux pertes (pour une illustration de cette dernière possibilité, cf. cass. com., 4 mars 1970, *Bull. civ.* 1970, IV, n° 86, pp. 81-82). Ces dispositifs conventionnels aboutissent donc, le cas échéant, à des actions en répétition entre associés.

⁴⁶ Pour une évocation de cette prohibition, nous renvoyons en annexe à la contribution de Mme Esperanza Gallego.

⁴⁷ Pour plus de détails, nous renvoyons en annexe à la contribution de M. Björn Fasterling.

En droit français, le régime de la prohibition des stipulations léonines ne s'est pas arrêté, comme la rédaction de l'article 1844-1, al. 2 c. civ. aurait pourtant pu le laisser penser, à la captation de l'intégralité des bénéficiaires en cours de vie sociale et à l'exonération de toute perte au moment de la liquidation de la société. La jurisprudence a en effet dépassé, durant une longue période semblant aujourd'hui révolue, la lettre de l'article 1844-1, al. 2 c. civ., pour assimiler la notion de perte à la dépréciation de la valeur vénale des droits sociaux ; la prohibition des stipulations léonines devait alors s'étendre aux mécanismes de garantie, le plus souvent extra-statutaires, contre les risques de moins-value des droits sociaux. Il faut voir dans cette jurisprudence de plus d'un siècle, une position très volontariste du droit français qui fut prêt à gauchir la lettre de l'article 1844-1 c. civ. sur l'autel de l'assomption du risque économique par l'associé. Ce mouvement jurisprudentiel, bien connu, a été riche et subtil. Nous en brosserons un tableau rapide et synthétique.

L'assimilation des promesses d'achat à prix garanti ou prix plancher, car c'est bien de tels mécanismes dont il est question lorsqu'est envisagé d'anticiper une éventuelle dépréciation de la valeur des droits sociaux dans le cadre d'une cession future, puise ses racines dans d'anciennes décisions rendues par la Cour de cassation⁴⁸. Le principe retenu par la Haute juridiction répondait à une unique et forte inspiration : l'associé assuré de céder, à terme, et à un prix garanti, ses droits sociaux, s'exonère en totalité du risque de perte. La perte dont il s'agit ici correspond à la répercussion sur la valeur des droits sociaux de mauvaises performances de la société ; cette conception de la perte subie par l'associé s'éloigne considérablement de la conception de la perte décrite précédemment, à savoir le risque de non reprise de l'apport. Ici, la Cour de cassation entendait que l'associé cédant fasse preuve d'une certaine humilité vis-à-vis de l'évolution future de la valeur de ses titres, en acceptant l'aléa économique tel qu'il se cristallise dans la valeur vénale objective des droits sociaux. Une logique similaire a même présidé à des décisions rendues à l'occasion de circonstances dans lesquelles la volonté du cédant d'échapper au risque de moins-value était moins nette ; il s'agit des cessions de bloc de contrôle, étalées dans le temps, dans lesquelles le cédant se ménageait un prix de cession identique pour le transfert, à terme, du reliquat de participation⁴⁹.

Face aux nombreuses critiques proférées à l'encontre de la rigidité de la jurisprudence posée par la Cour de cassation, un premier assouplissement s'est fait jour, fondé sur l'*instrumentum* porteur des promesses d'achat querellées. La Cour de cassation a en effet semblé estimer que lorsque la promesse d'achat figurait dans un pacte extra-statutaire, elle échappait au risque de qualification de stipulation léonine⁵⁰. Cette solution n'était pas satisfaisante, car on ne voyait pas en quoi l'emplacement de la promesse pouvait changer

⁴⁸ Cass. req., 14 juin 1882, *DP* 1884, p. 222 ; Cass. req., 9 avril 1941, *D.* 1941, p. 275 ; *JCP* 1941.II.1762, note D. Bastian ; *S.* 1941, 1, p. 141 ; *Journ. sociétés* 1943, p. 248 ; Cass. com., 22 mars 1955, *Bull. civ.* 1955, III, n° 104.

⁴⁹ Cass. com., 10 févr. 1981, *Bull. civ.*, IV, n° 77 ; *Rev. sociétés* 1982, p. 98, note Ph. Merle ; *Bull. Joly* 1981, p. 223, § 114.

⁵⁰ Cass. com., 15 juin 1982, *Gaz. Pal.* 1983, pan. jurispr., p. 23.

quelque chose à son caractère substantiellement léonin... La courte vue d'un tel raisonnement laissait augurer une autre décision, plus solide. C'est en 1986 que la Cour de cassation prend cette décision majeure, à l'occasion du célèbre arrêt *Bowater* dont nous restituons ci-après la solution de principe :

« - la cour d'appel n'avait pas à vérifier si la fixation, au jour de la promesse, d'un prix minimum, avait pour effet de libérer le cédant de toute contribution aux pertes sociales dès lors qu'elle constatait que la convention litigieuse constituait une cession ; qu'en effet, est prohibée par l'article 1844-1 du Code civil la seule clause qui porte atteinte au pacte social dans les termes de cette disposition légale ; qu'il ne pouvait en être ainsi s'agissant d'une convention, même entre associés, dont l'objet n'était autre, sauf fraude, que d'assurer, moyennant un prix librement convenu, la transmission de droits sociaux, que dès lors, sans méconnaître le principe de la contradiction et sans avoir à entrer dans le détail de l'argumentation de la Société Bowater, la cour d'appel, par motifs propres et adoptés, et abstraction faite de tous motifs surabondants, a décidé à bon droit que la convention litigieuse n'avait pas porté atteinte au pacte social⁵¹ ».

Avec cette décision, la chambre commerciale de la Cour de cassation donne un sérieux coup de frein au « siècle léoniste », comme l'a qualifié François-Xavier Lucas⁵². Le nouveau critère paraissant faire échapper les promesses d'achat à prix plancher à la prohibition des conventions léonines est celui tiré de l'objet de la convention. Si la promesse litigieuse n'a pour objet que d'organiser, à un prix librement convenu par avance, la transmission des droits sociaux entre associés, elle ne porte pas atteinte au pacte social et ne peut être considérée comme léonine. L'immense majorité des promesses d'achat à prix garanti aurait donc vraisemblablement dû, à partir de cet instant, échapper à la nullité. Mais s'était s'en compter sur une querelle de chambre au sein même de la Cour de cassation, qui devait rendre la question encore plus complexe...

Par un arrêt du 7 avril 1987⁵³, la 1^{ère} chambre civile de la Cour de cassation prononça la nullité d'une promesse d'achat à prix plancher au motif qu'elle « avait pour effet d'affranchir (le bénéficiaire) de toute participation aux pertes [...] peu important que l'engagement de rachat ait été pris dans un acte distinct de la convention de cession et soit limité dans le

⁵¹ Cass. com., 20 mai 1986, *Dr. sociétés* 1986, n° 213, p. 6, obs. M. Germain ; *Rev. sociétés* 1986, p. 587, note D. Randoux ; *JCP E* 1986, I, 15846, obs. A. Viandier et J.-J. Caussain ; *RTD com.* 1987, p. 205, obs. Y. Reinhard ; *RTD com.* 1987, p. 66, obs. Cl. Champaud et P. Le Floch ; *Bull. Joly* 1986, p. 618, § 169.

⁵² Lucas (F.-X.), *op. cit.*, spéc. n° 43.

⁵³ Cass. civ., 1^{ère}, 7 avril 1987, *Bull. Joly* 1987, p. 278, § 133 ; *Rev. sociétés* 1987, p. 395, obs. D. Randoux ; *JCP G* 1988.II.21006, note M. Germain ; *JCP E* 1987.I.16644, obs. A. Viandier et J.-J. Caussain ; *RD bancaire et bourse* 1987, p. 92, obs. M. Jeantin et A. Viandier ; *RTD com.* 1987, p. 523, obs. E. Alfandari et M. Jeantin ; *RTD com.* 1988, p. 66, n° 5, obs. C. Champaud et P. Le Floch ; *RTD civ.* 1987, p. 744, n° 3, obs. J. Mestre.

temps ». Il s'agit d'un retour parfait à la solution qui prévalait avant la jurisprudence *Bowater*. Il faut cependant relativiser la portée de cette décision, dans la mesure où elle reste isolée, et surtout où c'est la chambre commerciale de la Cour de cassation qui, ayant vocation à statuer sur tout litige en matière de sociétés commerciales, "donne le la" du contentieux lié à la cession de droits sociaux.

Or, la chambre commerciale, quant à elle, "maintient le cap". Dans un arrêt du 10 janvier 1989, elle se prononce en faveur de la pleine efficacité de la promesse destinée à assurer le transfert des droits sociaux, « étrangère au pacte social et sans incidence sur l'attribution des bénéficiaires aux associés et leur contribution aux pertes⁵⁴ ». Dans un arrêt remarqué de 1996, elle se prononce dans le même sens en insistant sur l'absence d'incidence de la promesse sur la contribution aux pertes « dans les rapports sociaux⁵⁵ ». Cette validité de principe des promesses d'achat à prix garanti destinées à organiser les transferts des droits sociaux est difficilement transposable aux promesses qui s'intègrent dans des opérations dont l'économie globale n'est pas d'organiser une cession. Ainsi, dans le cadre de conventions de portage, lorsque le porteur est assuré de rétrocéder les titres qu'il porte pour un prix garanti *via* un mécanisme de promesse, la Cour de cassation a mis en avant un critère dérogatoire permettant de fonder la validité de cette promesse. Par un arrêt en date de 1997, elle constate en effet que :

« - la cession initiale avait été complétée par des promesses croisées de rachat et de vente des mêmes actions libellées en des termes identiques au profit de chacune des parties contractantes, ce dont il résultait que celles-ci avaient organisé, moyennant un prix librement débattu, la rétrocession des actions litigieuses sans incidence sur la participation au bénéfice et la contribution aux pertes dans les rapports sociaux⁵⁶ ».

Cette décision est importante, car elle témoigne de la préoccupation de la Cour de cassation pour l'assomption du risque par l'associé. Le raisonnement est le suivant : l'existence de promesses d'achat et de vente croisées stipulées en des termes identiques assure un équilibre global à la rétrocession des droits sociaux par le porteur : ce dernier est certes titulaire d'une option de vente à prix plancher, qui lui confère une garantie contre la dépréciation des titres ; mais en contrepartie, le rétrocessionnaire est titulaire d'une option d'achat, qui lui permet d'acquérir les droits sociaux au même prix que l'option de vente,

⁵⁴ Cass. com., 10 janvier 1989, *Bull. civ.* 1989, IV, n° 95 ; *JCP E* 1989.II.15492, note A. Viandier ; *Bull. Joly* 1989, p. 256, note P. Le Cannu ; *D.* 1990, p. 250, note T. Forschbach.

⁵⁵ Cass. com., 12 mars 1996, *Bull. civ.* 1996, IV, n° 88 ; *D.* 1996, somm. p. 347, obs. J.-C. Hallouin ; *Defrénois* 1996, p. 1300, obs. J. Honorat ; *Bull. Joly* 1996, p. 516, § 176, note N. Rontchevsky ; *JCP E* 1996, 22, pan. p. 196 ; *JCP G* 1996.IV.1069, p. 139 ; *adde*, cass. com., 8 mars 2005, pourvoi n° 02-11.462.

⁵⁶ Cass. com., 24 mai 1994, *Bull. civ.* 1994, IV, n° 189 ; *Rev. sociétés* 1994, p. 708, note Y. Reinhard ; *Dr. sociétés* 1994, comm. 141 ; *JCP G* 1994, n° 1223, p. 248 ; *Bull. Joly* 1994, p. 797, § 214, note P. Le Cannu ; *Defrénois* 1994, p. 1015, obs. H. Hovasse ; *D.* 1994, p. 503, note A. Couret ; *RTD com.* 1994, p. 720, obs. C. Champaud et D. Danet.

même si leur valeur devait être supérieure. En résumé, avec un mécanisme de promesses croisées, l'intérêt du porteur ou du cessionnaire à exercer son option reste inéluctablement tributaire de l'évolution de la valeur des droits sociaux, résultant elle-même des performances de l'entreprise. L'aléa économique, l'incertitude, pour tout dire le risque assumé par l'associé, est donc érigé en critère de validité des promesses d'achat à prix plancher : si l'associé demeure garanti contre la dépréciation de ses titres, il demeure néanmoins soumis à un risque de manque à gagner. Cette référence implicite à l'assumption du risque économique comme critère de validité des promesses d'achat à prix plancher dans les opérations de portage semble relativement pérenne⁵⁷ ; elle s'est même exportée dans un contexte de simple prise de participation⁵⁸.

Toutefois, spécifiquement en matière d'opérations de capital investissement, la Cour de cassation semble estomper aujourd'hui toute considération relative à un aléa économique auquel resterait soumis l'investisseur professionnel. Par une décision rendue en 2004, et abondamment commentée, elle énonce en effet, pour valider une promesse d'achat à prix fixe majoré d'un intérêt, souscrite à l'occasion de l'entrée des investisseurs dans le capital de la société :

« - la convention litigieuse constituait une promesse d'achat d'actions et [...] avait pour objet, en fixant un prix minimum de cession, d'assurer l'équilibre des conventions conclues entre les parties en assurant à M. X..., lequel est avant tout un bailleur de fonds, le remboursement de l'investissement auquel il n'aurait pas consenti sans cette condition déterminante [... ;] cette clause ne contrevenait pas aux dispositions de l'article 1844-1 du Code civil dès lors qu'elle n'avait pour objet que d'assurer, moyennant un prix librement convenu, la transmission de droits sociaux entre associés et qu'elle était sans incidence sur la participation aux bénéfices et la

⁵⁷ Cass. com., 16 novembre 1999, *JCP E* 2000, n° 5, pp. 168-171, note F.-X. Lucas ; *Bull. Joly* 2000, p. 196, § 36 ; et surtout, cass. com., 22 février 2005, *Laurent*, pourvoi n° 03-16.336, *JCP E* 2005, n° 27, p. 1164. *Comp.*, mais dans une espèce où la qualification de « portage » retenue par les juges du fond n'est pas convaincante, cass. com., 23 mars 2010, pourvoi n° 09-65.039, *Rev. sociétés* 2010, *RTD com.* 2010, n° 2, pp. 379-382, note P. Le Cannu et B. Dondéro ; dans cet arrêt la Cour de cassation valide la promesse d'achat à prix plancher sans qu'elle ne soit pour autant corrélée par une promesse de vente stipulée en des termes identiques, au motif qu'« en fixant un prix minimum de cession, la clause litigieuse avait pour but d'assurer l'équilibre de l'ensemble des conventions entre les parties ».

⁵⁸ Par un arrêt rendu également le 22 février 2005, dans une espèce concernant une promesse d'achat « pour un prix minimum égal au prix de souscription augmenté d'un intérêt », la Cour de cassation estime que le bénéficiaire de la promesse « ne pouvait lever l'option qu'à l'expiration d'un certain délai et pendant un temps limité, ce dont il résulte qu'il restait, en dehors de cette période, soumis au risque de disparition ou de dépréciation des actions », *in* cass. com., 22 février 2005, pourvoi n°02-14.392, *Dr. sociétés* 2005, comm. 107, note F.-G. Trébulle ; *JCP E* 2005, n°24, pp. 1029-1030, note H. Hovasse ; *Rev. sociétés* 2005, p. 593, note H. Le Nabasque ; *Bull. Joly* 2005, p. 961, note F.-X. Lucas ; *RDC* 2005, p. 776, note F.-X. Lucas ; *RTD com.* 2005, p. 344, note C. Champaud et D. Danet). Ce critère dit de la « fenêtre de tir » consiste à mettre en exergue l'exposition de l'associé aux aléas de l'entreprise en dehors de la période d'exercice de son option.

contribution aux pertes dans les rapports sociaux, peu important à cet égard qu'il s'agisse d'un engagement unilatéral de rachat⁵⁹ » ;

Cette décision est fondamentale à la lumière du thème de la présente recherche. Elle opère en effet un rapprochement très sensible des qualités de créancier - prêteur en bas de bilan et d'associé – apporteur en haut de bilan, qualifié expressément de « bailleur de fonds ». On ne saurait au demeurant tenir cette position pour isolée, dans la mesure où la Cour de cassation l'a expressément réaffirmée en des termes identiques, à l'occasion d'au moins deux arrêts ultérieurs liés à des financements en capital par des investisseurs professionnels⁶⁰. La Cour de cassation conçoit donc que les associés, ou en tout cas certains d'entre eux, puissent convenir d'une sortie à prix garanti, nonobstant la dépréciation de la valeur de leurs droits sociaux. S'il ressort clairement des modalités d'entrée de l'investisseur que la sortie à prix garanti a été la condition déterminante de son engagement, une telle stipulation prenant la forme d'une promesse d'achat à prix plancher ou garanti est irréprochable au regard de la prohibition des conventions léonines. La notion de contribution aux pertes, en cette circonstance, se recadre de manière éclatante sur le risque essentiel de non reprise des apports par l'associé à la liquidation de la société et d'absence de perception de dividendes ; en revanche, l'engagement d'un associé d'acheter les droits sociaux d'un investisseur financier, à un horizon et pour un prix déterminés, ne concerne pas la contribution aux pertes.

Dans les opérations de capital investissement, la manifestation de l'assomption du risque par l'investisseur, à laquelle contraint le droit des sociétés, ne s'étendrait donc plus à la dépréciation de la valeur des droits sociaux... Pourquoi utiliser le conditionnel, alors que la solution posée par le droit positif semble aujourd'hui nette ? Parce que la Cour de cassation, si elle s'éloigne de la contribution aux pertes pour décliner l'assomption du risque par l'associé, réaffirme cet objectif avec fracas sur le fondement de l'évaluation autoritaire du prix de cession des droits sociaux. Là est toute la problématique nouvelle liée à l'interprétation audacieuse de l'article 1843-4 c. civ.

⁵⁹ Cass. com., 16 novembre 2004, *Dr. sociétés* 2005, n° 6, pp. 22-23, note F.-X. Lucas 00-22.713 ; *Bull. Joly* 2005, n° 2, pp. 270-281, note N. Mathey ; *RTD com.* 2005, p. 111, obs. C. Champaud et D. Danet ; *Rev. sociétés* 2005, n° 3, pp. 593-607, note H. Le Nabasque ; *RD bancaire et fin.* 2005, n° 1, pp. 32-33, note A. Couret.

⁶⁰ Cass. com., 27 sept 2005, *Dr. sociétés* 2005, n° 12, pp. 35-36, note H. Hovasse ; *Bull. Joly* 2006, n° 1, pp. 92-95, note A. Couret ; *RDC* 2006, n° 2, pp. 443-449, obs. F.-X. Lucas ; cass. com., 3 mars 2009, *Dr. sociétés* 2009, n° 6, pp. 14-16, note M.-L. Coquelet ; *Bull. Joly* 2009, n° 6, pp. 583-587, note F.-X. Lucas.

L'interprétation actuelle de l'article 1843-4 c. civ., qui attribue un pouvoir longtemps insoupçonné au tiers estimateur pour déterminer la juste valeur des droits sociaux à chaque fois qu'une cession est « prévue », fera l'objet d'une analyse approfondie dans le premier chapitre. Les résultats de cette analyse amèneront à considérer que l'article 1843-4 c. civ. est une nouvelle illustration de l'assomption du risque par l'associé en droit des sociétés.

Cette analyse sera ensuite, dans le chapitre 2, confrontée à la pratique juridique en matière de capital investissement. Une étude portant spécifiquement sur ce secteur d'activité semble en effet des plus pertinentes, dans la mesure où l'investisseur professionnel est tenu à des objectifs de liquidité et de rentabilité, susceptibles de traduire une réelle aversion au risque d'associé. Un examen systématique des conventions de sortie de l'investisseur en capital en cours et au débouclage d'opérations de financement sera donc mené, de telle sorte à apprécier si, effectivement, ce secteur d'activité clef pour le financement en fonds propres des PME françaises, s'expose aux fourches de la nouvelle interprétation de l'article 1843-4 c. civ.

Au chapitre 3, la parole sera donnée aux investisseurs en capital eux-mêmes, afin de percevoir la façon dont ils conçoivent et organisent leur relation au risque d'associé.

CHAPITRE 1

L'EVOLUTION DE LA JURISPRUDENCE RELATIVE A L'ARTICLE 1843-4 C. CIV. : UNE NOUVELLE ILLUSTRATION DE L'ASSOMPTION DU RISQUE EN DROIT DES SOCIETES

L'article 1843-4 du code civil dispose :

« Dans tous les cas où sont prévus la cession des droits sociaux d'un associé, ou le rachat de ceux-ci par la société, la valeur de ces droits est déterminée, en cas de contestation, par un expert désigné, soit par les parties, soit à défaut d'accord entre elles, par ordonnance du président du tribunal statuant en la forme des référés et sans recours possible ».

Ce texte est aujourd'hui celui du droit commun des sociétés qui donne lieu aux décisions de jurisprudence les plus novatrices ; son dynamisme n'a d'égal que celui de la critique doctrinale qu'il engendre.

Le tiers estimateur désigné en vertu de cet article s'immisce en effet aujourd'hui dans une sphère au sein de laquelle on ne l'attendait pas, celle du contrat prévoyant les modalités de cession des droits sociaux. Qu'il s'agisse de clauses statutaires ou extra-statutaires, il semble bien que les méthodes d'évaluation des droits sociaux convenues entre les associés à l'occasion du transfert de leurs titres soient de plus en plus précaires. Par une série d'arrêts rendus depuis 2007, la Cour de cassation est entrée en lutte contre le contrat en droit des sociétés. Mais il ne s'agit là, peut-être, que de la reprise d'un combat qu'elle se résigna à ne plus mener, un temps, en abandonnant sa jurisprudence appliquant la prohibition des clauses léonines aux promesses d'achat à prix plancher. L'extension du champ d'application de l'article 1843-4 c. civ. se doit d'être étudiée avec soin, si tant est qu'on souhaite prendre la mesure des nouvelles armes avec lesquelles la jurisprudence entend faire régner une "police du prix" dans les cessions de droits sociaux (A).

Face au flot de critiques émanant des défenseurs de la liberté contractuelle et de la force obligatoire des conventions en droit des affaires, il conviendrait presque de se demander si quelque chose n'aurait pas échappé aux Hauts magistrats français... Et pourtant, qu'on pardonne l'aspect quelque peu confidentiel de cet aphorisme d'un professeur particulièrement autorisé en droit des contrats, mais « le droit n'est pas innocent, il faut savoir ce que l'on vise⁶¹ ». Et il semble bien que la Cour de cassation sache précisément où elle entend conduire le droit des sociétés français. L'intervention grandissante de la notion

⁶¹ Ghestin (J.), *La Voix du Nord*, 23-24 mai 1982, citée par Jamin (C.), « Plaidoyer pour le solidarisme contractuel », *Mélanges Ghestin*, LGDJ, 2001, spéc. p. 441.

de « juste valeur » dans les cessions de droits sociaux est mise au service, bien au-delà d'une très improbable protection de la partie faible au contrat, de l'assomption du risque financier en économie capitaliste. La Cour de cassation, par l'invocation de la valeur réelle des droits sociaux, entend couper court aux anticipations financières des associés qui se départiraient trop des performances économiques objectives de la société ; nous ne sommes pas loin d'y voir, de manière il est vrai surprenante pour notre époque, une manifestation nouvelle d'un ordre public économique de direction (B).

A/ L'EXTENSION DU CHAMP D'APPLICATION DE L'ESTIMATION PREVUE PAR L'ARTICLE 1843-4 C. CIV.

1. Le domaine d'application initial de l'article 1843-4 c. civ. : les cessions et rachats d'actions légalement prévus ou l'accord exprès des parties

L'arrêt rendu par la chambre commerciale de la Cour de cassation le 26 novembre 1996 synthétise à lui seul le champ d'application traditionnel de l'article 1843-4 c. civ. :

« Attendu qu'en statuant ainsi, sans constater que les parties, qui ne se trouvaient pas dans un cas où est prévue la cession des droits sociaux d'un associé ou le rachat de ceux-ci par la société, avaient convenu de la vente des actions de la société EAS détenues par M. Alain Y... au prix déterminé par un expert à désigner par le tribunal, la cour d'appel a violé [l'article 1843-4 c. civ.]⁶² ».

Le contexte traditionnel d'application de l'article 1843-4 c. civ. correspond donc aux cessions ou rachats de droits sociaux imposés par loi (a), ou à la prévision des parties de soumettre leur cession de droits sociaux au dire du tiers estimateur désigné sur le fondement de cet article (b).

a : Cession ou rachat imposé légalement

Les origines de l'article 1843-4 c. civ. ne laissent que peu de place au doute quant à la vocation de ce dispositif d'expertise à s'appliquer aux cessions obligatoires telles que prévues par le code de commerce ou le code civil.

La rédaction actuelle de l'article 1843-4 c. civ. est issue de la loi n° 78-9 du 4 janvier 1978. Auparavant, aucun texte à vocation générale, relevant du droit commun des sociétés, n'envisageait le recours à une expertise indépendante dans la circonstance d'une « contestation » pour « tous les cas où sont prévus la cession des droits sociaux d'un associé, ou le rachat de ceux-ci par la société ».

La méthode retenue par le législateur avant 1978, assez brouillonne, consistait à renvoyer à l'ancien article 1868 c. civ. qui envisageait l'intervention obligatoire d'un expert, désigné par les parties ou à défaut d'accord entre elles par ordonnance du président du tribunal de commerce, chargé de déterminer souverainement la valeur des droits sociaux d'un associé

⁶² Cass. com., 26 novembre 1996, pourvoi n° 94-15.403, *JCP* 1997.IV.134., p. 21 et s.

décédé, dont l'héritier n'était pas autorisé statutairement à devenir associé ou n'était pas agréé par les associés survivants. Par suite, de nombreux textes renvoyaient à cette méthode de détermination de la valeur des droits sociaux, en particulier ceux régissant le droit des sociétés commerciales⁶³.

C'est avec un souci manifeste de simplification et de rationalisation du droit que la loi n° 78-9 du 4 janvier 1978 entendit faire de ce dispositif de renvoi, largement sollicité par de nombreuses dispositions légales emportant obligation de cession, une disposition relevant du droit commun des sociétés. La rédaction de ce nouvel article 1843-4 c. civ. devait nous parvenir sans modification, ce qui, au regard du rythme des réformes subies par le droit des sociétés ces dernières décennies, est digne d'être relevé.

Article 1843-4 c.civ.

« Dans tous les cas où sont prévus la cession des droits sociaux d'un associé, ou le rachat de ceux-ci par la société, la valeur de ces droits est déterminée, en cas de contestation, par un expert désigné, soit par les parties, soit à défaut d'accord entre elles, par ordonnance du président du tribunal statuant en la forme des référés et sans recours possible ».

Il importe aussi et surtout de relever que la première version du texte figurant dans le projet de la loi de 1978 était dépourvue d'équivoque quant à son champ d'application, évoquant « tous les cas où la loi impose⁶⁴ la cession des droits sociaux d'un associé, ou le rachat de ceux-ci par la société ». M. le professeur Moury nous apprend que l'amendement du sénateur Dailly, qui gomme cette référence à une cession ou un rachat « imposé par la loi », ne fut aucunement motivé par l'extension du champ du dispositif à des hypothèses de cession non prévues par le législateur⁶⁵, de sorte que son domaine d'élection demeurerait bel et bien, dans l'esprit de ce dernier, l'hypothèse d'une cession ou d'un rachat contraint par l'autorité de la loi.

⁶³ Pour ne prendre que quelques exemples disséminés au sein de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 : art. 22 concernant l'évaluation des droits sociaux de l'associé d'une société en nom collectif frappé d'interdiction, d'incapacité ou de faillite en cas de continuation de la société ; art. 33 concernant la même hypothèse appliquée à un associé commandité dans la société en commandite simple ; art. 44 et 45 concernant l'obligation d'achat par les associés ou de rachat par la société des parts sociales de l'associé cédant d'une société à responsabilité limitée au cas où celle-ci refuserait son agrément au cessionnaire envisagé, le cas échéant au conjoint ou aux héritiers de l'associé cédant ; art. 275 concernant l'évaluation des actions de l'associé objets d'une obligation d'achat par les autres associés ou de rachat par la société au cas où la société par actions refuserait son agrément d'origine statutaire au cessionnaire envisagé ; art. 365 concernant le remboursement des droits sociaux de l'associé demandeur à l'action en nullité de la société ou d'une délibération sociale fondée sur un vice du consentement ou une incapacité.

⁶⁴ Souligné par nos soins.

⁶⁵ Moury (J.), *Droit des ventes et des cessions de droits sociaux à dire de tiers*, Dalloz, 2001, spéc. n° 12.63, p. 33 : « La seule observation de M. Dailly, rapporteur, lors de débats ayant été que "l'amendement tend simplement à assouplir le texte en prévoyant que cette disposition ne prendra effet qu'à défaut d'accord amiable", qu'"en effet il est inutile de procéder à une expertise si les parties sont d'accord", la disparition des mots "par la loi" ne peut guère être regardée comme ayant répondu à une volonté du législateur de sortir des hypothèses légales de renvoi au texte ».

Aujourd'hui encore, les textes qui contraignent l'associé à se départir de ses droits sociaux, ou les autres associés, voire la société, à les lui racheter, renvoient très naturellement à l'article 1843-4 c. civ.

Au risque de se livrer à un inventaire fastidieux, relevons simplement les principaux cas d'ouverture légaux de la procédure d'évaluation à dire de tiers de l'article 1843-4 c. civ. :

- Cession forcée des droits sociaux de l'associé demandeur à l'action en nullité de la société, ou d'une délibération sociale, fondée sur un vice du consentement ou une incapacité :
 - art. 1844-12 c. civ. : droit commun des sociétés ;
 - art. L. 235-6 c. com. : sociétés commerciales.
- Rachat forcé des droits sociaux consécutivement à l'exercice d'un droit de retrait par l'associé :
 - art. 1851, al. 3 c. civ. : révocation de l'associé – gérant dans la société civile, en l'absence de décision de dissolution anticipée de la société et au cas où les statuts n'interdiraient pas le droit de retrait ;
 - art. 1869 c. civ. : retrait d'un associé d'une société civile soit sur autorisation des statuts, soit par décision unanime des associés ou soit par décision judiciaire pour justes motifs ;
 - art. L. 221-12 c. com. : révocation de l'associé – gérant dans la SNC, si les associés décident la continuation de la société ou si les statuts prévoient cette continuation.
- Rachat forcé des droits sociaux consécutivement au refus d'agrément du cessionnaire :
 - art. 1862 c. civ. : refus d'agrément du cessionnaire proposé dans les sociétés civiles ;
 - art. L. 223-13 c. com. : refus d'agrément statutaire dans la SARL opposé au descendant, ascendant ou conjoint ;
 - art. L. 223-14 c. com. : refus d'agrément du cessionnaire proposé dans la SARL ;
 - art. L. 228-24 c. com. : refus d'agrément du cessionnaire proposé dans les sociétés par actions dont les statuts contiendraient une telle clause d'agrément ;
 - art. L. 227-14 c. com. : refus d'agrément du cessionnaire proposé dans les SAS dont les statuts contiendraient une telle clause d'agrément ;
 - art. L. 214-65 c. mon. fin. : refus d'agrément du cessionnaire proposé dans les sociétés civiles de placement immobilier ;
 - art. 19 de la loi n° 66-879 du 29 novembre 1966 : refus d'agrément du cessionnaire dans les sociétés civiles professionnelles.
- Cession forcée des droits sociaux de l'héritier ou du conjoint de l'associé :
 - art. 1870-1 c. civ. : cession forcée des parts sociales des héritiers ou légataires de l'associé décédé qui ne deviennent pas associé d'une société civile en raison d'une clause statutaire prévoyant la continuation de la société uniquement entre

associés survivants ou qui n'auraient pas été autorisés à devenir associés du fait du refus d'un agrément statutaire ;

- art. L. 221-15 c. com. : cession forcée des parts revenant à l'héritier ou au conjoint survivant de l'associé décédé d'une SNC, en cas de stipulation statutaire prévoyant que la société ne puisse continuer qu'entre associés survivants, ou de refus d'agrément statutaire ;
- art. L. 223-13 c. com. : cession forcée des parts revenant à l'héritier ou au conjoint survivant, ou à l'ex-conjoint consécutivement à la liquidation de la communauté, dès lors qu'un agrément statutaire leur est refusé dans une SARL.
- Cession forcée des droits sociaux d'un associé frappé de liquidation ou d'un plan de cession, d'interdiction d'exercice d'une profession commerciale et d'une mesure d'incapacité :
 - art. 1860 c. civ. : continuation de la société civile, en l'absence de dissolution statutaire ou de décision de dissolution prise par les associés, malgré la faillite personnelle, liquidation de biens ou règlement judiciaire atteignant l'un des associés et lui faisant perdre sa qualité ;
 - art. L. 221-16 c. com. : continuation de la SNC, prévue par les statuts ou décidée par les associés, malgré la liquidation, le plan de cession, l'interdiction ou l'incapacité faisant perdre sa qualité à un associé ;
 - art. L. 222-11 c. com. : continuation de la société en commandite simple, prévue par les statuts ou décidée par les associés, malgré la liquidation, le plan de cession, l'interdiction ou l'incapacité faisant perdre sa qualité à un associé commandité.
- Cession forcée consécutivement à la mise en œuvre d'une clause d'exclusion :
 - art. L. 227-16 c. com., auquel renvoie l'art. L. 227-18 c. com. : exclusion statutaire d'un associé de SAS ;
 - art. L. 227-17 c. com., auquel renvoie l'art. L. 277-18 c. com. : exclusion statutaire d'un associé personne morale de SAS en cas de changement de contrôle de celui-ci ;
 - art. L. 229-12 c. com., auquel renvoie l'art. L. 229-14 c. com. : exclusion statutaire d'un associé de société européenne ;
 - art. L. 229-13 c. com., auquel renvoie l'art. L. 229-14 c. com. : exclusion statutaire d'un associé personne morale de société européenne en cas de changement de contrôle de celui-ci.

A ces hypothèses légales de cession ou rachat de droits sociaux soumis au tiers évaluateur de l'article 1843-4 c. civ., s'ajoute de manière classique l'hypothèse où les parties auraient entendu délibérément, en dehors de toute prévision légale, soumettre leur convention à cette intervention du tiers.

b : L'accord des parties en vue de la soumission des cessions et rachats de droits sociaux aux dispositions de l'article 1843-4 c. civ.

La liberté des parties de se soumettre à la procédure de l'article 1843-4 c. civ. a été rappelée par l'arrêt rendu par la chambre commerciale de la Cour de cassation précité du 26 novembre 1996. Cette décision n'opère qu'un simple rappel, la jurisprudence étant stable sur ce point, comme en témoigne un précédent arrêt rendu par la même chambre en 1987 :

« - en se remettant, en cas de désaccord sur le prix de cession d'actions, à l'estimation d'un expert désigné conformément aux articles 275 de la loi du 24 juillet 1966 et à l'article 1843-4 du Code civil, les contractants font de la décision de celui-ci leur loi et [...] à défaut d'erreur grossière, il n'appartient pas aux juges, en modifiant le prix, d'imposer aux parties une convention différente de celle qu'elles avaient entendu établir⁶⁶ ».

Il semble légitime de s'interroger sur les motivations qui pourraient amener les parties à se placer délibérément sous les auspices de la procédure de l'article 1843-4 c. civ., et ce rappelons-le en dehors d'obligations légales de cession ou de rachat. C'est qu'en réalité, il faut distinguer deux situations, selon qu'il existe ou non une obligation, une contrainte conventionnelle à la cession ou au rachat...

S'il en existe, que cette contrainte soit statutaire ou extra-statutaire, alors l'hypothèse même d'une « contestation » portant sur le prix de cession s'envisage, dans la mesure où le cédant ou le cessionnaire ne sont pas libres de ne pas consentir à la cession⁶⁷ ; l'expert de l'article 1843-4 c. civ. est alors susceptible de s'immiscer dans les relations des parties, et ce de manière indépendante dans la mesure où il s'agirait de déterminer la valeur objective des droits sociaux qu'une partie est contrainte d'acheter ou de céder.

En revanche, s'il n'existe pas de contrainte à la cession ou au rachat, « spontanément voulus par les parties⁶⁸ », alors il est moins naturel que les parties puissent prévoir le recours à l'expertise en cas de « contestation » sur le prix : si les parties ne s'entendent pas sur un prix, elles demeurent libres de ne pas contracter. La notion même de « contestation » du prix

⁶⁶ Cass. com., 4 novembre 1987, pourvoi n° 86-10.027, *Bull. civ.*, IV, n° 226, pp. 168-169 ; *JCP* 1988.II.21050, obs. A. Viandier ; *Rev. sociétés* 1988, p. 102, obs. Y. Guyon.

⁶⁷ C'était l'hypothèse de l'arrêt précité du 4 novembre 1987, dont le litige portait sur un acte extra-statutaire comportant « des clauses de préemption ». On pensera également aux clauses statutaires d'exclusion qui pourraient renvoyer expressément à l'article 1843-4 c. civ. en cas de contestation sur la valeur du rachat des droits sociaux à l'associé exclu ; d'ailleurs, lorsque de telles clauses statutaires sont expressément envisagées par la loi (art. L. 227-16 et L. 227-17 c. com. s'agissant de la SAS ; art. L. 229-12 et L. 229-13 c. com. s'agissant de la société européenne), le législateur prévoit de soumettre la détermination du prix, à défaut d'accord entre les parties ou de prévision statutaire d'une méthode d'évaluation des droits sociaux, à la procédure de l'article 1843-4 c. civ.

⁶⁸ Formulation retenue par la cour d'appel de Versailles dans son arrêt rendu le 10 septembre 2009 : « - l'article 1843-4 n'est applicable que lorsque la cession des parts sociales n'est pas spontanément voulue par les parties », cf. CA Versailles, 10 septembre 2009, n°08/06170.

dans le cadre d'une cession librement consentie peine donc à trouver une consistance, sauf à considérer que la contestation dont il s'agit est en réalité un défaut d'accord sur un prix malgré une volonté ferme de conclure la vente. Mais c'est alors davantage à « l'arbitre », plus exactement au mandataire, de l'article 1592 c. civ. que les parties entendront conférer le soin de déterminer le prix de cession, ce dispositif étant dédié à ce genre de difficultés :

Article 1592 c. civ.

« [Le prix de la vente] peut cependant être laissé à l'arbitrage d'un tiers ; si le tiers ne veut ou ne peut faire l'estimation, il n'y a point de vente ».

Si toutefois les parties entendaient, tout de même, s'en remettre à l'article 1843-4 c. civ. à l'occasion d'une cession librement consentie, il s'agirait alors vraisemblablement, si ce n'est d'une maladresse⁶⁹, d'éviter l'inconvénient principal du régime de l'article 1592 c. civ. et consistant en l'éventualité que la vente ne se forme pas si l'« arbitre » ne voulait ou ne pouvait remplir son office⁷⁰.

La liberté des associés de soumettre leur transfert de titres à l'article 1843-4 c. civ., qu'il soit ou non provoqué par une obligation préalable statutaire ou extra-statutaire, ne saurait pour autant impliquer que les parties disposent d'une latitude contractuelle pour aménager le régime d'ordre public de l'article 1843-4 c. civ. Cette situation s'appuie sur l'autorité qui s'attache à l'arrêt rendu par l'Assemblée plénière de la Cour de cassation le 17 mai 2002 :

« Attendu qu'en cas de soumission conventionnelle au décret du 30 septembre 1953 relatif au bail commercial, sont nulles les clauses contraires aux dispositions impératives du texte susvisé relatives à la forme du congé⁷¹ ».

Certes, le domaine sur lequel statue en l'espèce la Cour de cassation est totalement étranger à celui des présentes analyses, mais c'est bien sur un principe de droit des contrats, voire de théorie du droit, que se prononce la formation la plus solennelle de la Haute juridiction : le rattachement volontaire à un régime d'ordre public ne saurait changer la nature de ce

⁶⁹ Opinion explicitement émise par Jacques Moury, évoquant un « renvoi malencontreux à l'article 1843-4 », une telle maladresse étant même susceptible d'autoriser le juge à opérer une requalification de l'intention de parties en vertu de l'article 12 de code de procédure civile, cf. Moury (J.), *op. cit.*, spéc. n° 13.42, p. 48.

⁷⁰ Inconvénient auquel peut s'ajouter le flottement jurisprudentiel concernant la date à laquelle la vente est réputée formée consécutivement à la fixation du prix par l'arbitre de l'article 1592 c. civ. (soit le jour de la détermination du prix, soit le jour où les parties s'entendent sur la vente à prix déterminable à dire de tiers) ; sur ces différents éléments concourant parfois à renvoyer à l'article 1843-4 plutôt qu'à l'article 1592, cf. Le Nabasque (H.), « Le champ d'application de l'article 1843-4 du Code civil », *Bull. Joly* 2009, n°11, pp. 1018-1027, not. p. 1022 et s.

⁷¹ Cass., ass. pl., 17 mai 2002, n° 00-11.664, *JCP E* 2002, n°28, pp. 1194-1198, note J. Monéger ; Becqué-Ickowicz (S.), « Soumission conventionnelle au statut des baux commerciaux et ordre public », *D.* 2003, n° 5, pp. 333-335.

dernier, qui demeure intrinsèquement en dehors de la volonté des parties⁷². Ce principe est appliqué par la Cour de cassation à des domaines variés :

- Rédigés en des termes identiques, Cass. com., 22 mai 2001, n° 98-14.050, et Cass., 1^{ère} civ., 2 octobre 2002, n° 99-18.467 : « - si sont exclus du champ d'application des dispositions relatives au crédit immobilier issues de la loi du 13 juillet 1979 les prêts destinés notamment à financer les besoins d'une activité professionnelle, rien n'interdit aux parties de soumettre volontairement les opérations qu'elles concluent à ces dispositions qui leur sont alors impérativement applicables » ;
- Cass., 1^{ère} civ., 29 octobre 2002, n° 00-11.155 : « - rien n'interdit aux parties de soumettre volontairement les opérations de crédit qu'elles concluent aux dispositions régissant le crédit à la consommation édictées par la loi du 10 janvier 1978 qui est alors applicable en son entier » ;
- Cass. civ., 1^{ère}, 28 mars 2008, n° 04-18.724 : « - le contrat de vente mentionnait expressément certaines dispositions sur le démarchage à domicile issues de la loi du 22 décembre 1972 modifiée, la cour d'appel en a souverainement déduit que les parties avaient entendu se soumettre à ce texte, dès lors applicable en toutes ses dispositions, devenues les articles L. 121-21 et suivants du code de la consommation ».

Déduisant toutes les implications de cette soumission du contrat à la loi, la Cour de cassation estime que les clauses de la convention, stipulées en sus du renvoi au dispositif d'ordre public, sont pleinement efficaces dans la mesure où elles « obéissent aux dispositions d'ordre public » de renvoi⁷³. *A contrario*, on en revient au principe posé par l'arrêt d'assemblée plénière précité : une clause qui s'écarterait des dispositions d'ordre public de renvoi devrait être frappée de nullité. La jurisprudence française témoigne par là-même de son hostilité en droit interne à la théorie dite de « l'incorporation », pourtant largement admise en droit international, et de son attrait à l'égard de « l'application de la loi choisie »⁷⁴.

⁷² Pour une critique de cette articulation entre autonomie de la volonté et ordre public, cf. Becqué-Ickowicz, précit., spéc. n° 9 : « Le fondement de cette solution est critiquable, car l'ordre public convenu ne peut être assimilé à l'ordre public légal. En effet, il y a une distinction fondamentale entre les règles d'ordre public qui s'imposent par la loi et les règles choisies par les parties. Dès lors que les parties ont décidé volontairement de se soumettre à un statut auquel elles n'étaient pas soumises, on voit mal ce qui justifie le maintien de son caractère impératif. Il y a une contradiction entre le choix d'un statut et, du seul fait de ce choix, l'obligation pour les cocontractants de s'y soumettre intégralement. [...] La solution de la Cour de cassation revient à permettre aux parties de créer un ordre public là où il n'a pas vocation à exister, ordre public qui limite ensuite leur volonté. Le choix d'un statut d'ordre public par la volonté des parties lie donc cette volonté. Curieuse autonomie de la volonté qui crée de l'ordre public contre son gré ! » ; *adde*, Libchaber (R.), « Une révélation : le traitement différencier et incertain des règles non impératives », note ss. Cass. ass. pl., 17 mai 2002, *Deffrénois* 2002, n°19, art. 37607, pp. 1234-1239.

⁷³ Cass. civ., 3^{ème}, 29 juin 2011, n° 10-21.465, inédit.

⁷⁴ Sur cette distinction, cf. Lemaire (S.), « Le choix de la loi du contrat en droit interne », *Revue de la Recherche Juridique*, 2001-3, pp. 1431-1149.

Il faut alors en tirer les conséquences quant au renvoi conventionnel aux dispositions d'ordre public figurant à l'article 1843-4 c. civ. : le caractère volontaire de la soumission d'une cession de droits sociaux à l'article 1843-4 c. civ., qu'elle soit librement consentie ou qu'elle s'opère en fonction d'une obligation préexistante, n'entraîne pas pour autant la faculté pour les parties d'aménager le régime de ce texte. Une telle impossibilité d'attenter au régime d'ordre public de l'article 1843-4 c. civ. est une contrainte particulièrement importante quant à la méthode d'évaluation retenue pour l'estimation des droits sociaux. Les parties, en se soumettant délibérément à l'expertise indépendante de l'article 1843-4 c. civ., ne sauraient par conséquent imposer de méthode particulière à l'expert dans l'accomplissement de sa mission. Les juges du fond ont été amenés à se prononcer explicitement en ce sens, dans une espèce où une clause prévoyait de « - solliciter cette désignation [d'un expert] conformément aux modalités prévues par l'article 1843-4 du Code civil », et que « l'expert désigné déterminera[it] la valeur de remboursement dans le respect des statuts et du règlement intérieur⁷⁵ » ; ils n'ont pas été désapprouvés en cela par la Cour de cassation⁷⁶.

Transposé aux pratiques des investisseurs en capital, doivent donc être appréhendées avec la plus grande circonspection les méthodes d'évaluation imposées à l'expert désigné conventionnellement par renvoi à l'article 1843-4 c. civ. Or, on retrouve assez couramment de telles clauses dans les pactes d'actionnaires accompagnant des opérations d'investissement en capital, clauses qui mêlent à la procédure de l'article 1843-4 c. civ. des consignes d'évaluation. L'exemple suivant est tiré d'un pacte d'actionnaires relatif à une opération de capital – développement menée par une société de capital risque et plusieurs fonds d'investissements, conjointement minoritaires ; il concerne l'exercice d'un droit de préemption ou de sortie conjointe⁷⁷.

⁷⁵ CA Paris, 3^{ème} ch., sect. A., 9 décembre 2008, *JurisData* n° 2008-375159, *Rev. sociétés* 2009, n° 1, pp. 187-190, note Urbain-Parléani (I.) ; Mortier (R.), « La jurisprudence contre le contrat : l'hégémonie de l'article 1843-4 se confirme », *Dr. sociétés* 2009, n° 5, comm. 93, pp. 19-21.

⁷⁶ Cass. com., 16 février 2010, *Bull. Joly* 2010, n° 7, pp. 624-626, note P. Mousseron.

⁷⁷ Sur ces différents mécanismes dans les pactes d'actionnaires usuels en matière d'investissement en capital, cf. *infra*.

2.7 Détermination du prix en cas d'Opération d'Echange ou d'Opération Complexe – Opération Dilutive du Majoritaire ou de Cession par un Associé de Newco

En cas d'Opération d'Echange, d'Opération Complexe, d'Opération Dilutive du Majoritaire ou de Cession par un Associé de Newco et si un Bénéficiaire exerçant valablement son Droit de Prémption et/ou son Droit de Sortie Conjointe (Totale ou Proportionnelle) conformément aux articles 2.3, 2.4 et 2.5 ci-dessus a indiqué dans sa Notification en Réponse son intention de voir le Prix des Titres de la Société objet du projet de Cession ou d'Opération Dilutive de Newco être fixé par un expert, cette nomination devra intervenir dans un délai de quinze (15) jours à compter de la réception par le Cédant ou l'Associé de Newco de la Notification en Réponse du Bénéficiaire, soit d'un commun accord entre les parties intéressées, soit, à défaut d'accord entre lesdites parties sur le nom d'un expert, par ordonnance du Président du Tribunal de Commerce de Lille statuant en la forme des référés à la requête de la partie la plus diligente, conformément aux dispositions figurant à l'article 1843-4 du Code civil.

A compter de sa nomination, l'expert disposera d'un délai de quarante cinq (45) jours, sauf prorogation décidée d'un commun accord entre les parties et acceptée par le Président du Tribunal de Commerce de Lille, pour exécuter sa mission et remettre son rapport simultanément au Président du Tribunal de Commerce de Lille et à chacune des parties intéressées à la procédure d'expertise. Le rapport de l'expert ne sera soumis à aucune condition de forme mais il devra obligatoirement indiquer à la fois le montant du Prix total des Titres de la Société objet de la Cession et le Prix unitaire des Titres de la Société cédés. L'expert n'appliquera aucune décote de minorité, ni surcote de majorité, et le prix qu'il fixera ne sera pas susceptible de recours et tiendra les parties intéressées de manière définitive. Les honoraires et frais de l'expert seront supportés pour moitié par l'Associé Cédant ou l'Associé de Newco selon le cas et pour moitié par le Bénéficiaire concerné.

"L'intégrité juridique" bénéficiant à l'article 1843-4 c. civ. découle du caractère d'ordre public de ce texte. L'intégrité de son régime juridique trouve à s'appliquer, sans possibilité d'aménagement conventionnel, dès lors que la loi y renvoie expressément, ou que les parties ont entendu être gouvernées par lui. Mais au-delà, la jurisprudence a fait montre d'une grande audace en admettant, malgré l'absence de volonté expresse des parties de soumettre leur relation à l'article 1843-4 c. civ. ou malgré la présence d'une clause de détermination d'une méthode singulière d'évaluation des droits sociaux, que l'expert pouvait s'immiscer dans l'évaluation du prix de cession en toute indépendance dès lors qu'une contestation émergeait d'une des parties.

2. L'application de l'article 1843-4 c. civ. malgré l'absence de prévision légale ou conventionnelle

A la faveur d'une série d'arrêts récents, il n'est plus possible d'ignorer l'extension du champ d'application de l'article 1843-4 c. civ. en dehors des seules hypothèses de renvoi légal ou conventionnel à ce texte⁷⁸.

Que la cession ou le rachat soit « prévu » par les statuts (a) ou par un acte extra-statutaire (b), l'article 1843-4 c. civ. a désormais vocation à s'appliquer, et par conséquent, à évincer les méthodes spécifiques de détermination de la valeur des droits sociaux qui auraient pu être stipulées.

a : Cession ou rachat prévu par les statuts

Les premières manifestations de l'évolution du champ d'application de l'article 1843-4 c. civ. correspondent à deux arrêts rendus par la chambre commerciale de la Cour de cassation le 4 décembre 2007⁷⁹. Ce mouvement s'entamait cependant dans une certaine cacophonie, dès lors que l'espèce concernait, en vrai, une application outrancièrement classique de l'article 1843-4 c. civ., liée à la mise en œuvre du droit légal de retrait reconnu à tout associé de société civile et pour lequel l'article 1869 c. civ. renvoie expressément à l'article 1843-4 c. civ. à défaut d'accord amiable sur le prix du retrait. Les faits peuvent être résumés ainsi : exclu à faible prix consécutivement à la mise en œuvre d'une clause des statuts d'une société civile, l'associé décidait de contre-attaquer en faisant valoir son droit légal de retrait de la société civile à un prix fixé indépendamment par le tiers estimateur de l'article 1843-4 c. civ. Au lieu de rendre sa décision sur le fondement de l'article 1869 c. civ., c'est-à-dire d'affirmer que le régime du retrait de l'associé d'une société civile est d'ordre public⁸⁰, ce qui rend par là-même inopposable la clause statutaire d'exclusion et les modalités de détermination du prix des droits sociaux, la Cour de cassation se place étrangement sur le seul fondement de l'article 1843-4 c. civ. De là à en déduire que la Cour insinuait que la solution du litige résidait dans la prévalence de cet article dans les mécanismes statutaires

⁷⁸ Elargissement très bien perçu en doctrine, cf. Le Nabasque (H.), « Le champ d'application de l'article 1843-4 du Code civil », *Bull. Joly* 2009, n°11, pp. 1018-1027 ; Lamoureux (M.), « Retour sur le champ d'application de l'article 1843-4 du Code civil », *Bull. Joly* 2013, n°3, pp. 209-212.

⁷⁹ Cass. com., 4 décembre 2007 (premier arrêt), pourvoi n° 06-13.912, Dammann (R.), Périnot (S.), « L'interprétation controversée de l'article 1843-4 du Code civil », *D.* 2009, n° 32, pp. 2170-2171 ; *JCP E* 2008, n° 31-34, pp. 32-35, note C. Grimaldi et Ph. Netto ; *JCP E* 2008, n° 5, pp. 39-41, note H. Hovasse ; *RTD com.* 2008, n° 3, p. 615, note B. Bouloc ; Moury (J.), « La liberté du tiers estimateur de l'article 1843-4 du Code civil en dépit de la présence d'une clause statutaire d'évaluation des droits sociaux », *Rev. sociétés* 2008, n° 2, pp. 341-347 ; Croze (H.), « Portée d'une clause d'évaluation des droits sociaux », *Procédures* 2008, n° 4, pp. 19-20 ; Lucas (F.-X.), « Interrogations sur la portée de l'article 1843-4 du Code civil en vue d'évaluer les droits sociaux d'un associé se retirant », *Bull. Joly* 2008, n° 3, pp. 216-219 ; Mortier (R.), « L'absolutisme jurisprudentiel de l'article 1843-4 du code civil », *Dr. sociétés* 2008, n° 2, pp. 15-17. Cass. com., 4 décembre 2007 (deuxième arrêt), pourvoi n° 06-13.913, Mortier (R.), « Un arrêt peut en cacher un autre : retour sur l'absolutisme jurisprudentiel de l'article 1843-4 du Code civil », *Dr. sociétés* 2008, n° 8-9, pp. 20-22.

⁸⁰ Ce que personne n'a, à notre connaissance, jamais contesté.

d'exclusion, plus que dans le caractère d'ordre public du droit de retrait de l'associé de la société civile, il n'y avait qu'un pas que la doctrine a été prompte à franchir. Et comment lui donner tort après tout, sachant que la présidente de la chambre commerciale de la Cour de cassation devait totalement et sans équivoque embrasser cette interprétation de l'arrêt :

« La question posée par le pourvoi consistait donc à s'interroger sur le point de savoir si l'article 1843-4 a vocation à s'appliquer au retrait forcé prévu par les statuts et au retrait volontaire. La réponse semble d'évidence positive s'agissant du retrait volontaire puisque l'article 1869 du Code civil renvoie expressément à l'article 1843-4 du même code dans le cas où un accord amiable fait défaut. La Cour de cassation a répondu également positivement s'agissant du retrait obligatoire prévu par les statuts et non par la loi. Selon moi, c'est le seul sens de l'arrêt : l'article 1843-4 s'applique même lorsque le retrait obligatoire découle non pas de la loi mais des statuts. Je crois, sur ce point, que la Cour de cassation n'a pas dit autre chose [...]»⁸¹ ».

Ce n'est donc pas tant par la clarté de son raisonnement juridique que brille cet arrêt que par l'interprétation que la présidente de la chambre commerciale de la Cour de cassation lui en a donné. La même chambre devait se montrer bien moins équivoque peu de temps après au travers de son arrêt du 5 mai 2009. Dans cette décision, largement commentée⁸², la chambre commerciale de la Cour de cassation était amenée à statuer sur l'exclusion d'un associé de société civile, prononcée sur le fondement d'une clause statutaire qui déterminait les modalités d'évaluation des droits sociaux de l'exclu. Cet arrêt de cassation est rendu consécutivement à la formulation d'un attendu de principe, sous le visa de l'article 1843-4 c. civ. :

« Attendu que dans tous les cas où sont prévus la cession des droits sociaux d'un associé, ou le rachat de ceux-ci par la société, la valeur de ces droits est déterminée, en cas de contestation, par un expert désigné, soit par les parties, soit à défaut d'accord entre elles, par ordonnance du président du tribunal statuant en la forme des référés ; que seul l'expert

⁸¹ Favre (Cl.), « Introduction », in *La pratique de l'évaluation irrévocable à dire d'expert (article 1592 et 1843-4 du Code civil)*, *Gaz. Pal.* 4 et 5 sept. 2009, n° 247 à 248, pp. 3-4, spéc. p. 4.

⁸² Cass. com., 5 mai 2009, *RTD com.* 2009, n° 4, pp. 799-800, note B. Bouloc ; *D.* 2009, n° 38, p. 2583, note R. Salomon ; *JCP G* 2009, n° 45, pp. 29-30, note Fl. Deboissy et G. Wicker ; *RTD civ.* 2009, n° 3, pp. 548-550, note P.-Y. Gautier ; *RJC* 2009, n° 4, pp. 292-295, note C. Ginestet ; *Gaz. Pal.* 2009, n° 165-167, pp. 9-11, note M. Zavarro ; *D.* 2009, n° 20, pp. 1349-1350, note A. Lienhard ; Dondéro (B.), « La cour de cassation et le double mystère de l'article 1843-4 du code civil », *D.* 2009, n° 32, pp. 2195-2197 ; Martin (D.), « Etude sur l'évaluation non amiable des parts sociales », *RJC* 2009, n° 5, pp. 312-321 ; Poracchia (D.), « L'expert de l'article 1843-4 ne peut se voir imposer une méthode d'évaluation », *RTDF* 2009, n° 3, pp. 104-107 ; Marpeau (B.), « L'expert de l'article 1843-4 seul juge des critères de détermination de la valeur des droits sociaux », *RTDF* 2009, n° 3, pp. 62-66 ; Maugeri (V.), « Clause relative au prix en cas de cession de droits sociaux : l'expert supplante le contrat », *Rev. Lamy dr. civ.* 2009, n° 62, pp. 11-12 ; Mestre (J.), « Quelques éclairages récents sur le rôle du juge dans la vie des sociétés », *Rev. Lamy dr. aff.* 2009, n° 40, pp. 14-19 ; Mortier (R.), « Consécration par la Cour de cassation de la violation du contrat par le tiers estimateur », *JCP E* 2009, n° 25, pp. 39-42.

détermine les critères qu'il juge les plus appropriés pour fixer la valeur des droits, parmi lesquels peuvent figurer ceux prévus par les statuts ».

En l'espèce, la Cour de cassation a critiqué les juges du fond pour avoir annulé l'ordonnance du président du tribunal de commerce désignant le tiers estimateur, en ce qu'elle lui laissait une entière liberté de détermination de la valeur de droits sociaux de l'exclu, nonobstant la méthode d'évaluation statutaire. Selon un auteur autorisé, de par cette décision, « la messe est dite⁸³ » : une clause statutaire d'exclusion, emportant hypothèse de cession contrainte non prévue par le législateur, devait relever dorénavant du champ d'application de l'article 1843-4 c. civ. Si la formulation de l'arrêt ne laisse en effet pas de place au doute, une connaissance approfondie des faits de l'espèce amène toutefois à remarquer que ladite clause d'exclusion comportait, en réalité, un renvoi conventionnel à l'article 1843-4 c. civ., dont le régime se trouvait cependant "gauchi" par une méthode d'évaluation dérogatoire... De la sorte, au regard des faits de l'espèce, on se situait dans la configuration juridique d'un renvoi conventionnel à un texte d'ordre public, circonstance qui interdirait d'amender le régime juridique de ce texte de renvoi⁸⁴. Pour autant, il faut bien reconnaître que jamais la Cour de cassation ne mentionne cette circonstance, et qu'il n'est permis de s'en saisir qu'à l'occasion d'un arrêt concernant la même société civile, mais dans une instance différente⁸⁵... Cette réserve n'atténuerait donc en définitive que très peu, si ce n'est pas du tout, la force du principe posé par la Cour de cassation⁸⁶.

Dans sa plus récente décision rendue le 4 décembre 2012, tenant toujours aux mêmes faits dans la même société, mais à l'occasion d'une autre instance⁸⁷, la Cour de cassation détaille sa position avec didactisme. Elle rejette le pourvoi formé à l'encontre d'un arrêt ayant écarté les directives d'évaluation contenues dans la clause statutaire d'exclusion, aux motifs suivants :

⁸³ Le Nabasque (H.), *op. cit.*, spéc. p. 1018.

⁸⁴ Sur cette hypothèse, relevant du champ d'application « classique » de l'article 1843-4 c. civ., cf. nos propos précédents tenus en 1., b.

⁸⁵ CA Paris, 3^{ème} ch., sect. A., 9 décembre 2008, précit.

⁸⁶ En ce sens, Moury (J.), *Droit des ventes et des cessions de droits sociaux à dire de tiers*, Dalloz, 2001, spéc. n° 12.67, p. 35 et s. : « - les arrêts de la Cour de cassation sont censés se suffire à eux-mêmes. Si la teneur d'une décision de la Haute juridiction dépend certes des éléments de la procédure antérieure, dont de la matière factuelle, il n'est pas raisonnable de vouloir à toute force passer la portée d'un arrêt de principe à la toise d'éléments extrinsèques, et ce non seulement à l'arrêt lui-même, mais encore au débat qui a pu nourrir la procédure antérieure, dès lors que la Cour n'a pas estimé opportun de reprendre ces éléments au soutien de la solution qu'elle affirme ».

⁸⁷ La troisième donc dans cette affaire... A notre connaissance, arrêtée au printemps 2013, la chambre commerciale de la Cour de cassation a déjà été amenée à rendre huit décisions dans la même espèce, dont deux emportant refus de transmission de questions prioritaires de constitutionnalité (sur ces deux décisions, cf. *infra*). Le nombre élevé d'instances introduites par ou à l'encontre de cette « Société civile des Mousquetaires » s'explique par la stipulation d'une clause de variabilité du capital dans ses statuts, accompagnée d'une clause d'exclusion des associés, comme l'article L. 231-6 c. com. en offre la possibilité expresse. De toute vraisemblance, le prix de l'exclusion auquel la mise en œuvre de la clause aboutit s'avère régulièrement inférieur à la valeur de marché des parts de la société, d'où ces litiges à répétition et la volonté régulière des associés exclus d'en appeler à l'intervention de l'estimateur indépendant de l'article 1843-4 c. civ.

« - après avoir relevé que l'expert avait exposé la position de la [société] et décrit son objet et son activité, l'arrêt constate que ce dernier a rappelé qu'il n'était pas tenu par les clauses statutaires et qu'il avait toute latitude pour déterminer la valeur des titres selon les critères qu'il jugeait opportun ; qu'il retient, sans dénaturer le rapport du tiers estimateur, que, contrairement à ce que soutient la [société], celui-ci a pris soin d'examiner la méthode de valorisation retenue par les statuts, a écarté celle-ci en relevant que les directives des parties ne permettaient pas la juste évaluation des droits sociaux du cédant et a expliqué et justifié sa méthodologie ; que l'arrêt ajoute qu'aucune erreur grossière n'est démontrée ; qu'en l'état de ces constatations et appréciations, desquelles il résulte que l'expert n'a pas méconnu l'étendue de ses pouvoirs, la cour d'appel, qui n'avait pas à faire d'autre recherche et qui a répondu aux conclusions invoquées par la quatrième branche, sans être tenue de suivre la [société] dans le détail de son argumentation, a légalement justifié sa décision d'écarter la demande d'annulation du rapport pour erreur grossière⁸⁸ ».

Dans la mesure où la position de la Cour de cassation semble claire lorsqu'elle fut amenée à statuer sur des clauses statutaires d'exclusion, n'y a-t-il pas lieu de soumettre, par analogie, les autres clauses statutaires emportant hypothèse de cession non librement et spontanément consenties à cette jurisprudence ? On pensera bien entendu aux clauses statutaires de préemption, toute la question étant de savoir si de telles clauses, aux termes desquelles la société, voire les autres associés, disposent de la libre faculté d'acquérir les droits sociaux en lieu et place du cessionnaire initialement prévu et aux conditions éventuellement déterminées par les statuts, sont assimilables à une cession non librement et spontanément consentie. Les différences sont nettes entre le mécanisme d'exclusion et celui la préemption. Au premier s'attache une réelle contrainte relative au transfert des droits sociaux, de sorte que les dispositions de l'article 1843-4 c. civ. se trouvent pleinement remplies : une cession de droits sociaux ou leur rachat par la société sont « prévus », au sens où ils font l'objet d'une obligation pesant sur l'associé qui n'est pas à l'initiative du transfert des titres. En revanche, au second mécanisme s'attache l'initiative de l'associé qui souhaite quitter la société, si bien qu'il n'y aurait pas de contrainte équivalente à celle produite par une clause d'exclusion. Cet argument se doit pourtant d'être relativisé, car si l'associé possède effectivement la liberté d'initier le processus de cession, en manifestant sa volonté de céder, ce n'est pas pour autant qu'il pourra consentir efficacement à cette cession. La cession initialement voulue par l'associé sera d'abord subordonnée au non exercice du droit de préemption. Et en cas d'exercice de celui-ci, la cession au préempteur interviendra dans les conditions déterminées par les statuts, potentiellement différentes de celles envisagées

⁸⁸ Cass. com., 4 décembre 2012, pourvoi n°11-26.520, *Dr. sociétés* 2013, n° 3, pp. 17-21, note R. Mortier.

pour la cession initiale ; on pensera bien entendu à un prix résultant des stipulations statutaires potentiellement inférieur au prix proposé par le cessionnaire initialement pressenti⁸⁹. Ces conditions s'imposeront au cédant, qui parce qu'il ne dispose pas par principe d'un droit de repentir, se verra contraint de céder nonobstant toute réticence de sa part ou volonté de ne plus céder ; on retrouve alors bel et bien cette situation de cession contrainte, au sens de cession obligatoire aux conditions de prix prévues par les statuts. Certes, l'associé cédant bénéficiera parfois d'un droit de repentir, accompagnant expressément la clause de préemption⁹⁰, et l'autorisant à ne pas donner suite à la transaction malgré l'exercice du droit de préemption. La contrainte à la cession disparaît donc, si bien que cette circonstance rendrait illégitime le recours à l'article 1843-4 c. civ. en substitution d'une méthode de détermination de la valeur des droits sociaux fixée conventionnellement. Toutefois, là encore, le raisonnement n'est pas imparable si tant est qu'on observe le régime d'agrément tel qu'il résulte de l'ordonnance de 2004 et qu'il figure aux articles L. 228-24 c. com. (agrément statutaire dans les sociétés par actions) et L. 223-14 c. com. (agrément légal dans le SARL). Ces articles confèrent un droit de repentir à l'associé sortant, en dépit du fait que l'évaluation des droits sociaux consécutivement au refus d'agrément soit légalement soumise à la procédure de l'article 1843-4 c. civ. Un tel droit de repentir d'origine légale pourra paraître critiquable⁹¹, en ce qu'il aboutit à offrir à l'associé une protection supplémentaire là où le jeu de l'article 1843-4 c. civ. semblerait suffisant ; mais pour autant, cela démontre qu'il n'existe pas d'incompatibilité, dans l'esprit du législateur, entre l'évaluation objective de la valeur des droits sociaux que postule l'article 1843-4 c. civ. et un droit de repentir...

Au total, à l'aune des décisions rendues par la Cour de cassation en matière de clause statutaire d'exclusion, peu de choses semblent s'opposer à ce que l'évaluation des droits sociaux par le biais du tiers estimateur de l'article 1843-4 c. civ. puisse intervenir dans le cadre de la mise en œuvre d'une clause de préemption statutaire. Le critère tenant à une cession non spontanément consentie, assise sur une obligation préalable, c'est à dire « prévue » pour reprendre la formule de l'article 1843-4 c. civ., est la pierre de touche du champ d'application de ce dernier. Dans cette mesure, on pourrait également inclure dans notre analyse les clauses statutaires instaurant une contrainte à la cession non pas vis-à-vis du cédant, mais du cessionnaire. De telles clauses offriraient la possibilité à l'associé de faire

⁸⁹ D'autant qu'à s'en remettre à la jurisprudence de la chambre commerciale de la Cour de cassation, la clause statutaire de préemption, si elle ôte aux parties la liberté de négocier le prix une fois la préemption exercée, doit prédéterminer une méthode de fixation de ce prix, cf. cass. com., 6 novembre 2012, *RTD civ.* 2013, n° 1, pp. 110-112, note B. Fages : par cette décision, la Cour de cassation annule un pacte de préférence entre actionnaires, qui conférerait un droit de préemption pour un prix remis entièrement à la détermination d'un expert sans qu'aucune méthode d'évaluation ne soit précisée par ce pacte ; v. déjà cass. com., 19 décembre 2006, *JCP E* 2007, n° 11, p. 11, n° 8 et s., note D. Mainguy. Il n'y a vraisemblablement pas lieu de ne pas appliquer cette solution aux clauses de préemption statutaires.

⁹⁰ Sur cette possibilité de stipuler un droit de repentir, cf. Schiller (S.), « Pactes d'actionnaires (Clauses statutaires et pactes extra-statutaires) », *Rép. Dr. sociétés*, Dalloz, février 2009, n° 43, p. 14 ; Besnard Goudet (R.), « Clauses statutaires d'agrément, de préemption et d'exclusion dans les cessions d'actions », *J.-Cl. Sociétés Traité*, fasc. 1792, février 2013, n° 56 ; Mémento F. Lefebvre, *Sociétés Commerciales*, 2012, n° 68615, p. 1119.

⁹¹ Mortier (R.), « Contre le droit de repentir en droit des sociétés », *Rev. sociétés* 2009, n° 3, pp. 547-555.

acquérir ses droits sociaux soit par la société, ce qui correspond à un droit statutaire de retrait, soit par les associés, ce qui correspond à la figure juridique de la promesse d'achat. S'agissant du droit de retrait statutaire purement conventionnel, c'est-à-dire ne bénéficiant d'aucune autorisation légale⁹², la difficulté qui est la sienne d'exister en droit français s'inscrit dans le sillage de l'inexistence d'un droit subjectif de retrait en droit des sociétés, et rend par là-même superflue toute tentative d'analyse⁹³. Concernant l'achat imposé aux associés, il correspond par nature à un mécanisme juridique de promesse. Or, de telles promesses d'achat sont le plus fréquemment stipulées dans des pactes extra-statutaires, parce qu'elles n'engagent pas la société, qu'elles bénéficient d'une plus grande discrétion par rapport à une stipulation statutaire, et que la crainte de l'époque où la Cour de cassation déduisait de l'emplacement statutaire de la promesse d'achat à prix plancher la qualification de clause léonine est certainement encore vivace⁹⁴... C'est donc au titre des cessions prévues par un acte extra-statutaire que de telles promesses pourront être utilement abordées.

b : Cession prévue par un acte extra-statutaire

La jurisprudence a eu l'occasion de se prononcer sur l'applicabilité de l'article 1843-4 c. civ. à des cessions prévues dans le cadre de conventions extra-statutaires. Plusieurs décisions successives semblent ouvrir la possibilité pour le tiers estimateur de l'article 1843-4 c. civ. de fixer la valeur des droits sociaux dont la cession est projetée dans un acte extra-statutaire.

Déjà, dans son arrêt du 10 septembre 2009, la cour d'appel de Versailles devait prendre position sur l'intégration des conventions extra-statutaires dans le champ de l'article 1843-4 c. civ. :

« L'article 1843-4 n'est applicable que lorsque la cession des parts sociales n'est pas spontanément voulue par les parties, mais se trouve imposée par des règles législatives, statutaires ou extra-statutaires ».

Ce à quoi la même cour devait pour autant ajouter :

« Il n'est pas applicable en cas de promesse de vente librement consentie selon un prix déterminable sur des éléments objectifs⁹⁵ »

C'était donc, pour la cour d'appel, une façon de considérer que les promesses extra-statutaires aboutissent, lors de la levée de l'option qu'elles confèrent, à une cession spontanément voulue et non imposée au débiteur de la promesse. Cette conclusion est sans

⁹² Au contraire par exemple du droit de retrait statutaire dans la société civile, expressément autorisé par l'article 1869 c. civ. ; ou encore du droit de retrait de l'associé d'une société à capital variable, cf. art. L. 231-1 c. com.

⁹³ Sur l'inexistence d'un droit subjectif de retrait, cf. *supra*. De manière exhaustive, sur les principes et arguments concourant à exclure la possibilité d'un droit de retrait statutaire purement conventionnel, cf. Georges (E.), *Essai de généralisation d'un droit de retrait dans la société anonyme*, LGDJ, 2005, n° 138 et s., p. 92 et s.

⁹⁴ Cass. com., 15 juin 1982, *Gaz. Pal.* 1983, pan. jurispr., p. 23. Sur cette question, cf. Le Cannu (P.), Dondéro (B.), *Droit des sociétés*, 4^{ème} éd., Montchrestien, 2012, n° 185, p. 113 et s. ; *adde*, cf. *supra*, introduction.

⁹⁵ CA Versailles, 10 septembre 2009, précit., *D.* 2009, n° 33, p. 2220, obs. A. Lienhard.

doute critiquable, car même si lors de la levée de l'option, la vente devient pure et parfaite, il n'en demeure pas moins qu'elle se forme non pas dans la spontanéité, mais bel et bien sur la base d'une obligation préalablement contractée par le promettant⁹⁶... Il nous semble bien que la promesse, qu'elle soit de vente ou d'achat, correspond aux hypothèses exposées par le conseiller Bruno Petit, justifiant les cas de recours à l'article 1843-4 c. civ.⁹⁷ : « - le texte ne s'applique (évidemment) qu'aux cas dans lesquels la cession est envisagée comme un événement futur ou (et) incertain et non lorsque les parties décident d'une cession certaine et immédiate pour un prix librement déterminé par elles. Il est souvent exposé en ce sens que le texte est sans application lorsque la vente est formée, le prix étant alors définitif ».

Inspirée par ces conclusions du conseiller Bruno Petit, la Cour de cassation a entendu rectifier la position de l'arrêt de la cour d'appel de Versailles, dont l'intérêt premier était ceci étant d'affirmer avec netteté la potentielle soumission d'un dispositif extra-statutaire de cession au régime de l'article 1843-4 c. civ. A peine l'encre de l'arrêt de la cour d'appel de Versailles était-elle donc sèche que la Cour de cassation devait à son tour préciser, dans une autre affaire, le régime d'application de l'article 1843-4 c. civ. aux pactes extra-statutaires. L'espèce ayant donné lieu à cet arrêt du 24 novembre 2009 concernait également une promesse de vente contenue dans un pacte d'associés ; la Cour de cassation rejette le pourvoi intenté à l'encontre d'une décision refusant d'accéder à la demande de désignation d'un tiers estimateur :

« Mais attendu qu'ayant relevé, par référence aux stipulations précisant les modalités de calcul du prix de cession, que celui-ci était déterminable et que la cession était devenue parfaite dès la levée de l'option, la cour d'appel, qui a ainsi fait ressortir que le prix n'avait fait l'objet d'aucune contestation antérieure à la conclusion de la cession, en a exactement déduit que la demande de fixation du prix à dire d'expert [désigné sur le fondement de l'article 1843-4] devait être rejetée⁹⁸ ».

⁹⁶ *Rappr.* Moury (J.), *op. cit.*, spéc. n° 12.92, p. 39 : « - l'on saisit mal comment tracer avec quelque rigueur la ligne de partage qui pourrait séparer ces "règles extra-statutaires" - la convention stipulant en règle générale, lorsqu'elle renferme des promesses de vente ou d'achat, un prix déterminable sur des éléments objectifs -, avec lesquelles serait donc applicable l'article 1843-4, d'une "promesse de vente librement consentie selon un prix déterminable sur des éléments objectifs", avec laquelle il ne le serait pas ».

⁹⁷ Propos figurant dans son rapport rendu à l'occasion de la décision de la Cour de cassation du 24 novembre 2009, cf. note suivante.

⁹⁸ Cass. com., 24 novembre 2009, *JCP N* 2010, n°11, pp. 32-34, note G. Mouy ; Petit (B.), « Cession ou rachat de droits sociaux : application de l'article 1843-4 du Code civil en présence d'une clause extra-statutaire de détermination du prix », *RJDA* 4/10, pp. 319-323 ; Le Nabasque (H.), « Retour d'humeur sur l'article 1843-4 du Code civil », note ss. cass. com., 24 novembre 2009, *Rev. sociétés* 2011, n° 3, pp. 149-153 ; *D.* 2010, n° 42, pp. 2798-2800, note J.-C. Hallouin ; *Dr. et Patr.* 2010, n° 191, pp. 108-110, note D. Poracchia ; Moury (J.), « Cession de droits sociaux en exécution d'une convention extra-statutaire et applicabilité de l'article 1843-4 », *Rev. sociétés* 2010, n° 1, pp. 21-25, note ss. arrêt précité ; *JCP E* 2010, n° 8, pp. 25-27, note M.-L. Coquelet ; Gibirila (D.), « La contestation antérieure à la cession de droits sociaux, condition de nomination de l'expert de l'article 1843-4 du Code civil », *LexBase Hebdo, Edition Privée Générale*, n° 376, 17 décembre 2009 ; Le

La formulation retenue par la Cour de cassation, qu'on pourrait presque assimiler à un *obiter dictum*, laisse peu de place au doute : si une contestation s'était élevée en l'espèce préalablement à la levée de l'option d'achat, l'intervention du tiers estimateur de l'article 1843-4 c. civ. aurait été envisageable⁹⁹. Il faut en déduire qu'à chaque fois qu'est prévue la cession de droits sociaux aux termes d'une promesse extra-statutaire, l'article 1843-4 c. civ. serait applicable préalablement à la levée de l'option. On comprend aisément ce qui pourrait susciter une demande de désignation d'un tiers estimateur avant la levée de l'option : aboutir à une révision du prix stipulé dans la promesse, dans la mesure où la perspective de la levée de l'option fait craindre la formation définitive d'une vente pour un prix qui s'écarterait du « juste prix » résultant de l'évolution de la situation économique objective de l'entreprise.

Les commentateurs de l'arrêt ont relevé, quasi-unanimes, la contrariété d'une telle solution à la force obligatoire des conventions, la promesse s'analysant en un engagement unilatéral de volonté dont les modalités ne peuvent être modifiées par le promettant. De là, aucune « contestation » du prix, comme le réclame l'article 1843-4 c. civ., ne saurait être acceptée de la part du promettant, pas plus d'ailleurs que de la part du bénéficiaire de la promesse qui demeure libre de ne pas exercer l'option si les conditions économiques qui s'y attachent ne le satisfont pas... A la limite, si ces conditions ne satisfont pas le promettant et qu'il souhaite conserver ses droits sociaux ou ne pas en acquérir, il peut rétracter son engagement préalablement à la levée de l'option, à condition d'en assumer les conséquences indemnitaires vis-à-vis du bénéficiaire¹⁰⁰. Mais en aucun cas, le droit des promesses n'autorise une modification du prix à l'initiative du promettant.

Si la critique de la doctrine à l'encontre de cette décision de 2009 est bien entendu fondée, l'hypothèse d'application de l'article 1843-4 c. civ. à des cessions prévues dans un pacte extra-statutaire s'est pourtant récemment renforcée. En effet, par une décision en date du 4 décembre 2012¹⁰¹, la chambre commerciale de la Cour de cassation reproche aux juges du fond d'avoir refusé d'accéder à la demande, émise par le débiteur d'une promesse de vente extra-statutaire et vraisemblablement avant la levée de l'option¹⁰², de désignation du tiers

Cannu (P.), Mathez (H.), « Sécurité des promesses de vente, mais... », *Bull. Joly* 2010, n° 4, pp. 318-322, note ss. arrêt précité.

⁹⁹ Opinion expressément émise par le conseiller Bruno Petit : « De telles promesses entrent-elles dans la définition des cas où « sont prévus la cession ou le rachat » des droits sociaux ? La réponse à cette question dépend du moment auquel on se place. Si l'on envisage la situation après que la condition a été réalisée et l'option levée, il est certain que la cession n'est plus « prévue », elle est [...] parfaite. En revanche, si l'on envisage la situation avant la réalisation de ces événements, alors la cession apparaît comme un événement futur et éventuel : elle est, lors de cette période, seulement prévue », *in* Petit (B.), *id.*, spéc. n°10, p. 320.

¹⁰⁰ Pour une illustration récente de l'impossibilité de réaliser l'exécution forcée de la promesse portant sur les actions d'une société, dès lors que la levée de l'option est intervenue postérieurement à la rétractation du promettant, cf. cass. com., 13 septembre 2011, pourvoi n° 10-19.526, inédit.

¹⁰¹ Cass. com., 4 décembre 2012, pourvoi n° 10-16.280 ; qu'on prendra donc garde à ne pas confondre avec cass. com., 4 décembre 2012, pourvoi n° 11-26.520, précité.

¹⁰² L'arrêt n'est pas très clair sur cette circonstance. En l'espèce, une promesse de vente extra-statutaire était conditionnée à la cessation des fonctions de salarié de l'associé ; on apprend dans l'énoncé de l'arrêt que « le 30 décembre 2002, M. Chenin a donné sa démission de ses fonctions salariées, avec prise d'effet au 30 juin 2003 »,

estimeur de l'art 1843-4 c. civ. Les juges du fond s'étaient prononcés ainsi dans la mesure où « les parties n'[avaient] aucunement convenu, en cas de désaccord, de désigner un expert pour la détermination du prix de cession des actions ». Au visa de l'article 1843-4 c. civ., reproduit *in extenso*, la Cour de cassation censure sévèrement la cour d'appel pour violation de la loi : les juges du fond ne pouvaient refuser au promettant la désignation du tiers estimeur chargé de déterminer en toute indépendance, nonobstant la méthode de valorisation adjointe à la promesse, la valeur objective des droits sociaux ; peu importe que les parties n'aient pas entendu recourir à une telle procédure lors de la conclusion de la promesse, l'article 1843-4 c. civ. étant d'ordre public. Une fois de plus, la doctrine, unanime, s'oppose à cette décision, y voyant la consécration de l'extension de l'article 1843-4 c. civ. aux pactes extra-statutaires, et donc un attentat à l'encontre de la liberté contractuelle et de la force obligatoire des engagements¹⁰³. D'autres auteurs relativisent la portée de cet arrêt, insistant sur le caractère singulier de la promesse conclue en l'espèce, figurant non pas dans un pacte d'actionnaires, mais dans un acte « infrastatutaire » et « supra conventionnel ». L'argument mérite que l'on s'y arrête.

Selon les termes de l'arrêt et des moyens développés à l'appui du pourvoi, le promettant, actionnaire et salarié de la société, s'était engagé « en signant la "Charte des associés du groupe Comptafrance" », dont il « avait été convenu qu'[elle] "s'imposerait à tous les associés et aux futurs associés" et qu'elle serait "modifiable à la majorité des voix des deux tiers par le Comité de Direction" ». Plusieurs auteurs¹⁰⁴, tout comme du reste le promettant, en tirent la conclusion qu'une telle charte relève bien plus d'un acte juridique collectif d'ordre institutionnel, à l'image des statuts ou d'un règlement intérieur, que d'une convention extra-statutaire entre actionnaires. De la sorte, il serait hasardeux de faire dire à l'arrêt ce qu'il ne dit pas, à savoir que les promesses contenues dans des actes extra-statutaires relèveraient du champ de l'article 1843-4 c. civ. ; cet arrêt ne serait en réalité qu'un prolongement de la jurisprudence relative à l'applicabilité de l'article 1843-4 c. civ. aux

et que « M. Chenin a refusé le prix de cession qui lui était proposé ». On subodore que la contestation du promettant est intervenue entre la date de démission et la date de rupture du contrat de travail, soit avant que l'option ne fut ouverte au bénéficiaire. Un arrêt ultérieur de la Cour de cassation, en date du 26 février 2013 (cf. *infra*), déniait la possibilité de recours à l'article 1843-4 une fois la vente formée, autorise à interpréter les faits de la sorte ; pour une interprétation différente des faits, cf. Lucas (F.-X.), « Extension aux promesses de cession de titres du recours forcé à l'expertise pour la détermination du prix », *Bull. Joly* 2013, n° 3, pp. 230-235, spéc. p. 232.

¹⁰³ Lucas (F.-X.), *id.* ; Mortier (R.), « L'article 1843-4 à tout prix ! », *Dr. sociétés* 2013, n° 3, pp. 14-17 ; Constantin (A.), « Interrogations (et inquiétudes) sur le champ d'application des dispositions de l'article 1843-4 du code civil, notamment sont extension aux conventions extra-statutaires », *RTD com.* 2012, n° 4, pp. 805-811 ; Dondéro (B.), « La valorisation des droits sociaux est une chose trop sérieuse pour la confier aux associés... », *JCP E* 2013, n° 1, pp. 30-33 ; Zattara-Gros (A.-Fr.), « Les trésors cachés de l'article 1843-4 du Code civil ou comment encadrer la cession de droits sociaux », *Gaz. Pal.* 2013, n° 25/26, pp. 27-29 ; Poracchia (D.), *Dr. et Patr.* 2013, n° 225, pp. 95-97, spéc. p. 97. Plus prudent sur l'extension du champ de l'article 1843-4 hors des statuts, Lienhard (A.), « Expertise de l'article 1843-4 : application aux pactes extra-statutaires », *D.* 2012, n° 44, p. 2962 ; Garnier (A.), « Détermination du prix dans les cessions de droits sociaux », *JCP E* 2013, n° 8, pp. 18-21.

¹⁰⁴ Couret (A.), « Article 1843-4 du code civil et clauses d'évaluation des droits sociaux : de nouvelles perspectives ? », *D.* 2013, n° 2, pp. 147-151 ; Moury (J.), « Supplique à l'adresse de mesdames et messieurs les Hauts conseillers afin qu'ils accordent grâces aux praticiens de la tierce estimation », *Rev. sociétés* 2013, n° 6, pp. 330-335.

statuts, notamment aux clauses statutaires d'exclusion¹⁰⁵ dont le lien de parenté avec la clause du litige est profond. La sortie forcée de l'actionnaire était en effet conditionnée, en l'espèce, à la réalisation d'un évènement objectif figurant dans la clause¹⁰⁶ ; or, on sait qu'il s'agit là d'un critère important exigé par la jurisprudence pour valider les clauses statutaires d'exclusion¹⁰⁷. Pour le reste, ladite clause emportait une obligation de céder, comme en matière de clause statutaire d'exclusion. Il importerait donc d'amoindrir la portée de l'arrêt du 4 décembre 2012, qui n'aurait pas d'implication en matière de pactes d'actionnaires.

Il ne semble pourtant pas que la même conclusion ait été présente à l'esprit des magistrats ayant eu en charge le dossier lié à l'espèce : parce que l'application de l'article 1843-4 c. civ. aux conventions extra-statutaires est acquise dans l'esprit du conseiller référendaire à la Cour de cassation, et ce depuis l'arrêt précédemment cité du 24 novembre 2009, la question de la nature statutaire ou extra-statutaire de la promesse de vente litigieuse ne serait d'aucune pertinence en l'espèce. Il importe de reprendre l'extrait du rapport du haut magistrat qui réaffirme d'ailleurs au passage le moment auquel la sollicitation du tiers estimateur peut être formulée :

« L'arrêt du 24 novembre 2009 ne dit pas que l'expertise de l'article 1843-4 serait inapplicable à la cession ou au rachat prévu par acte extra-statutaire. Il en écarte l'application uniquement en raison de l'absence de contestation antérieure à la conclusion de la cession, c'est-à-dire avant que le bénéficiaire de la promesse ne décide de lever l'option. Dès lors, la discussion sur la qualification à donner à « la charte des associés », pacte statutaire ou extra-statutaire, ne présente pas d'intérêt¹⁰⁸ ».

La Cour de cassation semble à l'heure actuelle en rester là. Elle a en effet par la suite réitéré sa solution qui fait du moment où s'élève la contestation la clef de voute de l'application de l'article 1843-4 c. civ. ; la distinction entre les cessions définitivement formées et les engagements unilatéraux portant sur des cessions futures paraît bien se pérenniser en tant que critère cardinal d'application de l'article 1843-4 c. civ. aux pactes extra-statutaires¹⁰⁹ :

« - après avoir relevé que la cession avait été conclue le 18 juillet 2006 et que son prix était déterminable, la cour d'appel a exactement retenu, dès lors que la cession n'entrait dans aucun des cas prévus par

¹⁰⁵ Cf. *supra*, cass. com., 5 mai 2009.

¹⁰⁶ A savoir la perte de qualité de salarié.

¹⁰⁷ Sur cette question, cf. *infra*.

¹⁰⁸ Pietton (M.), Mollard (Ph.), « Fixation du prix de cession de droits sociaux par un expert », *RJDA* 3/13, pp. 179-181, spéc. p. 180.

¹⁰⁹ Prenant ainsi en défaut certaines projections critiques opérées en doctrine à l'aune de la décision de l'arrêt de la Cour de cassation du 4 décembre 2012 : « Ne serait-il pas en effet concevable que le « juste prix » s'impose même lorsque la vente a déjà été faite ? [...] L'étape suivante pourrait donc voir la Cour de cassation permettre au parties de faire intervenir l'expert de l'article 1843-4 plusieurs années après la formation de la vente », *in* Dondéro (B.), *op. cit.*, spéc. p. 33.

l'article 1843-4 du code civil, que les dispositions de ce texte n'étaient pas applicables¹¹⁰ ».

Si les pactes d'actionnaires semblent donc aujourd'hui très sûrement intégrer le champ de l'article 1843-4 c. civ., reste que les difficultés pratiques de mise en œuvre du recours au tiers estimateur dans le cadre de promesses de vente ou d'achat sont manifestes. Sur demande du promettant, voire du bénéficiaire de la promesse, avant la levée de l'option, il sera demandé au tiers estimateur de fixer « le juste prix » des droits sociaux. Première difficulté : certaines promesses sont conditionnées à la réalisation d'évènements qui ne peuvent que difficilement s'anticiper, rendant par là-même potentiellement impossible une contestation antérieure à la levée de l'option...¹¹¹. Ensuite, il convient surtout de s'interroger sur le moment auquel la fixation de la valeur par le tiers estimateur doit intervenir. Il serait curieux que l'expert puisse fixer le prix de ces droits au moment même où la contestation s'élève, c'est-à-dire antérieurement à la levée de l'option : la valeur des droits sociaux étant appelée à évoluer, cette valeur figée dans le passé ne saurait plus représenter la juste valeur au jour de la levée de l'option... L'expert devrait donc vraisemblablement intervenir consécutivement à la formation de la vente, c'est-à-dire une fois l'option levée ; dit autrement, le tiers estimateur officierait sur le prix de vente, et non sur le prix de la promesse. D'ailleurs, lorsqu'elle fut amenée à statuer sur la question de la date de référence à prendre en compte pour déterminer la valeur des droits sociaux, la Cour de cassation a toujours retenu, au plus tôt, la date de l'acte juridique sur la base duquel s'opère le transfert de ces droits¹¹². Quelques auteurs partagent cette opinion : « on conçoit (un petit peu) mieux qu'une contestation apparaisse entre la conclusion de la promesse et la levée de l'option. Mais que faire lorsque le promettant est traversé d'un éclair de lucidité durant cette période ? Doit-il faire saisir l'expert, alors que la vente reste totalement incertaine ? Cela n'a guère de sens. Notre arrêt [i.e. cass. com., 24 novembre 2009, précit.] suggère peut-être qu'il doit prendre date, et avertir le bénéficiaire qu'en cas de levée de l'option, il demandera la nomination d'un expert... On imagine avec quel entrain un salarié ou un dirigeant sous dépendance économique vont entreprendre cette démarche de suspicion !¹¹³ ».

¹¹⁰ Cass. com., 26 février 2013, *Bull. Joly* 2013, n° 6, pp. 385-388, note B. Dondéro ; *JCP E* 2013, n° 24, 1340, pp. 22-24, note R. Mortier.

¹¹¹ On pensera par exemple à une promesse de vente des droits sociaux d'un dirigeant en cas de révocation *ad nutum* de celui-ci...

¹¹² Cass. civ., 1^{ère}, 11 février 2003, *Rev. sociétés* 2003, n°1, pp. 142-144, note Y. Chartier : « - la valeur des parts [doit] être fixée à la date où s'effectue le transfert de propriété » ; cass. civ, 1^{ère}, 30 octobre 2008, *Bull. Joly* 2009, n° 6, pp. 568-569, note F.-X. Lucas, évoquant au visa de l'article 1843-4 c. civ. « la valeur au jour du retrait ». En revanche, pour la chambre commerciale de la Cour de cassation, statuant au visa des articles 1843-4 et 1869 du code civil, « en l'absence de dispositions statutaires, la valeur des droits sociaux de l'associé qui se retire doit être déterminée à la date la plus proche de celle du remboursement de la valeur de ces droits », soit en l'espèce six années après l'autorisation judiciaire de retrait de la société civile, cf. cass. com., 4 mai 2010, *RTD com.* 2010, n° 3, pp. 571-572 ; *Rev. sociétés* 2010, n° 12, pp. 577-581, note J. Moury.

¹¹³ Le Cannu (P.), Mathez (H.), *op. cit.*, spéc. n°11, p. 321.

Cette dernière remarque, aussi juste soit-elle, ne fait cependant que témoigner des contradictions inhérentes au cumul de l'indépendance que postule l'état de propriétaire du capital, et de la dépendance vis-à-vis de la société ou des associés que postule l'état de salarié ou de dirigeant. A dire vrai, le problème posé par le décalage entre la contestation par le promettant (avant la levée de l'option), et l'évaluation par le tiers estimateur (à partir de la formation de la vente par la levée de l'option), n'est pas tant le frein psychologique susceptible d'inhiber la demande de désignation de ce dernier, que l'altération profonde de l'opportunité financière de lever l'option. Mais doit-on seulement être surpris par un tel résultat, qui apparaît, à l'analyse de l'évolution jurisprudentielle jusqu'à présent décrite, comme l'objectif que s'assigne la Cour de cassation ? Les prochains développements s'attacheront précisément à décrypter les motivations et finalités de cette jurisprudence.

B/ ANALYSE DE L'EXTENSION DU CHAMP D'APPLICATION DE L'ARTICLE 1843-4 C. CIV. A L'AUNE DE L'ASSOMPTION DU RISQUE PAR L'ASSOCIE

L'extension du champ de l'article 1843-4 c. civ. aux dispositifs de cessions statutaires ou extra-statutaires reçoit les défaveurs quasi-unanimes de la doctrine¹¹⁴. Outre la contrariété à la liberté contractuelle et à la force obligatoire du contrat, auxquelles il a déjà été fait abondamment référence ci-avant, la genèse même de l'article 1843-4 c. civ. est invoquée pour cantonner son champ d'application aux cessions prévues par la loi. Limpides à cet égard sont les propos de Jacques Moury :

« Il reste que la lettre du texte ayant instauré la procédure qu'a reprise l'article 1843-4 plaide pour une interprétation en limitant le domaine d'application aux cas de cession ou de rachat prévus par la loi. Ce dispositif avait en effet été mis en place par le législateur de 1966 pour que, lorsqu'existait à la charge de la société, dans les cas que prévoyait l'article 1868 lui-même ou par le jeu de diverses dispositions y renvoyant, une obligation de racheter ou de faire racheter les droits sociaux d'un associé, la cession pût avoir lieu dans des conditions économiques objectivement satisfaisantes pour le cédant en dépit de l'absence d'accord des parties sur leur valeur¹¹⁵ ».

Effectivement, l'objectif de l'estimation menée sur le fondement de l'article 1843-4 c. civ. est la fixation d'un « juste prix » de cession, « économiquement satisfaisant » pour paraphraser Jacques Moury, au sens d'un prix objectif issu de l'évaluation du patrimoine de la société et de ses perspectives de rentabilité. Or, pour quelles raisons cet objectif devrait-il être opératoire dans le cadre de cessions prévues par la loi, et non dans le cadre de cessions prévues dans les statuts, voire dans des pactes extra-statutaires¹¹⁶ ? A la vérité, c'est bien la liberté contractuelle et son corollaire qu'est la force obligatoire des contrats qui, sans rendre illégitime l'objectif de juste valeur, constituent un obstacle à sa réalisation ; mieux, ils lui substituent la justice contractuelle puisant sa source dans la seule volonté de s'engager. En décidant d'appliquer l'article 1843-4 c. civ. aux stipulations statutaires et extra-statutaires, la Cour de cassation refuse donc de s'en tenir à la justice contractuelle en matière de transfert

¹¹⁴ Nous n'avons trouvé de commentaires si ce n'est enthousiastes, à tout le moins indulgents, que sous la plume de rares auteurs, cf. Grimaldi (C.), Netto (Ph.), note ss. cass. com., 4 décembre 2007, *JCP E* 2008, n° 31-34, pp. 32-35 ; Grimaldi (C.), « Regard civiliste sur la cession ou le rachat forcé de droits sociaux », *JCP* 2009, n° 49, pp. 11-12.

¹¹⁵ Moury (J.), *Droit des ventes et des cessions de droits sociaux à dire de tiers*, Dalloz, 2011, spéc. n° 12.65, p. 33.

¹¹⁶ Reconnaisant lui-même la force de cet argument, cf. Moury (J.), *id.*, n° 12.64, p. 33 ; un auteur a même pu considérer que dans l'hypothèse de clauses d'exclusion, « les droits sociaux de l'associé exclu doivent lui être rachetés à leur juste prix », et que « les statuts doivent, par conséquent, prévoir le recours à une expertise, dans les conditions prévues à l'article 1843-4 du Code civil », in Guyon (Y.), *Les sociétés. Aménagements statutaires et conventions entre associés*, LGDJ, 2002, spéc. n° 99, p. 177.

de droits sociaux. Pour reprendre la bonne formule critique de M. le professeur Poracchia, la Cour de cassation semble avoir pleinement choisi son camp dans la bataille ouverte entre la « valeur juste » et la « juste valeur » : ce choix « conduit à anéantir ou à perturber gravement un mécanisme contractuel d'acquisition ou de vente des titres par l'application d'un ordre public sociétaire s'ingéniant à imposer une juste valeur, là où la valeur juste est précisément celle sur laquelle les parties se sont entendues¹¹⁷ ».

Sauf à instruire un procès en incompétence à l'encontre des hauts magistrats français, il faut bien se résoudre à analyser le sens profond que ces derniers entendent conférer à leurs décisions. L'hégémonie de l'article 1843-4 c. civ., aussi attentatoire puisse-t-elle être aux principes qui gouvernent le droit des contrats, n'est pas innocente : elle vise à mettre en place une politique jurisprudentielle de contrôle des prix de cession des droits sociaux. Reste à déterminer l'objectif de cette politique jurisprudentielle. L'argument tiré d'une nécessaire protection de la partie faible au contrat ne saurait convaincre (1). Il semble plutôt qu'une véritable logique d'ordre public économique de direction soit à l'œuvre dans l'esprit de la Cour de cassation, conduisant à ériger l'assomption du risque de l'associé en principe gouverneur des cessions de droits sociaux (2). Une telle politique jurisprudentielle ne saurait être indolore sur les mécanismes utilisés pour anticiper la sortie des associés, et implique de départir les techniques contractuelles "à l'abri" du tiers estimateur de celles qui y sont exposées.

a : L'improbable partie faible au contrat de cession de droits sociaux

Souvent, les auteurs ont souligné que la Cour de cassation entendait gauchir la force obligatoire des conventions dans une optique de protection de la partie faible au contrat. Ainsi, pour Renaud Mortier :

« Comme on ne le sait que trop bien, la Chambre commerciale de la Cour de cassation a érigé l'article 1843-4 du Code civil et l'expert qu'il vise, en un instrument de protection des parties à la cession ou au rachat de droits sociaux. L'idée est obsédante chez nos Hauts magistrats que le moindre désaccord sur la fixation du prix doit emporter dessaisissement des parties au profit d'un tiers estimateur (le fameux expert), co-mandataire choisi ou forcé [...], pour fixer, en déconnection totale de toute directive y compris contractuelle, le JUSTE PRIX¹¹⁸ »

Mais paradoxalement, tout à chacun convient qu'une telle logique de protection d'une partie faible au contrat est inadaptée à la relation que nouent cédants et cessionnaires de droits sociaux :

¹¹⁷ Poracchia (D.), *Dr. et Patr.* 2013, n° 225, pp. 95-97, spéc. p. 97.

¹¹⁸ En majuscule dans le texte, cf. Mortier (R.), « L'article 1843-4 à tout prix ! », *Dr. sociétés* 2013, n° 3, pp. 14-17, spéc. p. 15.

« On comprend bien que les hauts magistrats, par le recours à l'article 1843-4, soient animés du souci de protéger la partie réputée « faible » dans des cessions de droits sociaux soupçonnées de cacher un déséquilibre significatif en termes de prix. Mais, d'une part, la notion de déséquilibre significatif, que connaissent le droit de la consommation et les relations de la grande distribution, n'est pas encore un standard du droit contractuel, et l'article 1843-4 n'est pas une disposition suffisamment générale pour autoriser les magistrats à méconnaître la loi du contrat par ce biais¹¹⁹ ».

L'hypothèse voulant que l'évolution de la jurisprudence sur le fondement de l'article 1843-4 c. civ. traduise l'imprégnation une logique de protection de la partie faible au contrat de vente de droits sociaux n'est pas satisfaisante. Déjà, les modalités statutaires ou extra-statutaires d'évaluation des droits sociaux accompagnent des mécanismes de sortie fréquemment négociés de gré à gré, et non constitutifs de contrats d'adhésion. Ensuite, la plupart de ces mécanismes ne font pas apparaître de manière explicite des situations de faiblesse qui justifieraient la position de la Cour de cassation. Ainsi en va-t-il par exemple des clauses statutaires de préemption, de surcroît lorsqu'elles s'accompagnent d'un droit de repentir du cédant... Certes, la méthode statutaire de détermination du prix pourra apparaître déséquilibrée au profit du préempteur, mais c'est bien le cédant qui conserve l'initiative de la cession, et le cas échéant la possibilité de se repentir... Si le cédant craint l'exercice du droit de préemption à faible prix, libre à lui de ne pas faire d'offre de cession ; s'il estime que le prix de la préemption est trop faible, il pourra pareillement décider, si toutefois les statuts le lui permettent, de se repentir. Cette marge de manœuvre s'entend difficilement d'une situation de faiblesse, et pourtant la Cour de cassation offrirait vraisemblablement au cédant la possibilité de solliciter l'intervention du tiers estimateur, comme il l'a été vu précédemment. La promesse d'achat peut également être sollicitée pour illustrer l'approximation qu'il y a à justifier la position de la jurisprudence par la situation de faiblesse de l'une des parties subissant un prix de cession prédéterminé. Il suffit pour cela d'imaginer un associé minoritaire bénéficiant d'une promesse d'achat à prix plancher souscrite par le majoritaire. *A priori*, le minoritaire est dans une situation de faiblesse institutionnelle par rapport au majoritaire, et pourtant, c'est potentiellement ce minoritaire qui pourrait tirer tout avantage à exercer son option pour un prix supérieur à la valeur réelle, objective, des droits sociaux. Au regard de l'article 1843-4 c. civ., il faudrait en conclure que le majoritaire est en situation de faiblesse : la révision du prix aurait pour objectif de protéger le majoritaire... Au-delà du caractère assez original de l'affirmation, celle-ci pourrait être rapidement prise en défaut s'il s'avérait que le minoritaire, par exemple un fonds d'investissement, était entré dans la société à un prix très haut, une part importante de son apport ayant été passée en prime d'émission... La situation de force du minoritaire lors de sa

¹¹⁹ Barbièri (J.-F.), « *Imperium* de l'expert de l'article 1843-4 *versus* consensualisme », *Bull. Joly* 2013, n° 2, p. 101 ; *adde*, Moury (J.), « Supplique à l'adresse de mesdames et messieurs les Hauts conseillers afin qu'ils accordent grâce aux praticiens de la tierce estimation », *Rev. sociétés* 2013, n° 6, pp. 330-335, n° 9, p. 333.

sortie ne s'expliquerait en définitive que par sa situation de faiblesse lors de son entrée dans la société. On observe bien, à travers cet exemple, les difficultés qui existent à concevoir qui serait, du cédant ou de cessionnaire, la partie faible à la vente, la faiblesse d'un jour pouvant contrebalancer, à dessein, une situation de force passée, et réciproquement...¹²⁰

A ces éléments, il convient d'ajouter l'hypothèse dans laquelle il est impossible de savoir, *ex ante*, qui du cédant ou du cessionnaire tirera profit de l'évaluation conventionnelle des droits sociaux. Cette hypothèse correspond à la détermination par les statuts ou un pacte extra-statutaire d'une méthode d'évaluation ne préjugant pas de la situation du prix par rapport à la valeur réelle des droits sociaux au moment de la cession. Par exemple, en matière de clause d'exclusion, la méthode conventionnelle d'évaluation des droits sociaux peut éventuellement aboutir à déterminer un prix supérieur à leur valeur objective, par contre coup susceptible de dissuader la majorité requise par la clause statutaire de prononcer l'exclusion ; en outre, si une exclusion devait tout de même être prononcée en de telles circonstances, elle profiterait d'un point de vue économique à l'associé exclu. La partie faible ne devrait-elle pas alors être la société obligée au rachat des droits sociaux, et ce quand bien même l'intuition commanderait de tenir l'associé frappé par la mesure d'exclusion pour la partie digne de protection ? Le même raisonnement peut-être transposé aux promesses de cession extra-statutaires, qu'elles soient de vente ou d'achat. Pour ces dernières par exemple, l'intérêt économique à lever l'option dépend de la valeur objective du titre... Si le prix de l'option est inférieur à la valeur objective des droits sociaux, le bénéficiaire de la promesse n'a pas d'intérêt économique à la lever. Faut-il alors voir en lui une partie faible à la cession, justifiant qu'il saisisse le juge d'une demande de désignation d'un tiers estimateur qui rectifierait le prix de l'option ? Après tout, le texte de l'article 1843-4 n'évoquant que l'hypothèse où s'élève une contestation entre les parties à la cession, il ne préjuge pas de la qualité à agir sur ce fondement, si bien que cédant et cessionnaire pourraient tous deux saisir le juge¹²¹. Mais dès lors, surgit immédiatement un sérieux paradoxe : est-il seulement envisageable de considérer comme partie faible le créancier d'une promesse d'achat, alors que cette dernière constitue une véritable garantie de valeur des droits cédés et que son bénéficiaire reste libre de céder à un tiers pour un prix supérieur à celui de l'option ?

Tous ces exemples démontrent qu'il n'est guère possible de voir dans la protection de la partie faible l'explication de l'évolution jurisprudentielle relative à l'article 1843-4 c. civ. D'où la recherche d'une autre explication liée à la mise d'un ordre public de direction : l'assomption du risque d'associé.

¹²⁰ Reprenant un argument semblable, cf. Lucas (F.-X.), « Extension aux promesses de cession de titres du recours forcé à l'expertise pour la détermination du prix », *Bull. Joly* 2013, n° 23, pp. 230-235, p. 234.

¹²¹ « Dans le silence du texte, la saisine du président du tribunal intervient à la demande de la partie la plus diligente », in Moury (J.), *Droit des ventes et des cessions de droits sociaux à dire de tiers*, Dalloz, 2011, spéc. n° 22.101, p. 74 et s.

b : La recherche du juste prix gouvernée par l'assomption du risque d'associé

Aucune des parties à la cession de droits sociaux ne peut véritablement être considérée comme faible par nature ; simplement, les circonstances de chaque cession, et tout particulièrement l'écart entre le prix convenu par les parties et leur valeur réelle, profitera soit au cédant, soit au cessionnaire. Si la Cour de cassation s'évertue à intervenir dans un objectif de régulation du prix, c'est bien davantage pour gommer cet écart que pour protéger une partie faible. Une telle motivation rejoint l'idée exprimée par Daniel Tricot, président honoraire de la chambre commerciale de la Cour de cassation : la large ouverture de l'intervention du tiers estimateur se justifierait d'abord par l'impératif d'égalité entre associés, bien plus que par l'idée de protection d'une partie faible au contrat de vente. Est repris ci-après l'extrait important du rapport du groupe de travail expliquant les orientations retenues par la Cour de cassation :

Tricot (D.) (et. alii.), *L'évaluation à dire d'expert prévue à l'article 1843-4 du code civil. État actuel de la jurisprudence*, Mars 2013, p.6 (disponible à l'adresse : www.expertcomptablejudiciaire.org/documents/uploads/ART_33054_Etat_jurisprudence1843_4.pdf)

1.3 L'article 1843-4 est une disposition d'ordre public

[...]

Le contrat de société suppose, en effet, que les associés fassent des apports pour constituer une entreprise commune en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter. Cette mise en commun de moyens est effectuée dans un esprit d'affectio societatis, c'est-à-dire avec l'intention, de la part de chacun des associés, d'agir, sur un pied d'égalité, au succès de l'entreprise. Certes, l'égalité n'existe pas entre eux, dans l'exercice de leurs responsabilités respectives au sein de la société, mais elle doit être garantie au niveau patrimonial.

Chacun a contribué pour un certain montant à la constitution du capital de la société ; chacun doit être traité de façon identique lorsqu'en se retirant de la société, il reçoit sa part de l'entreprise commune. Cela ne signifie pas qu'il ne faille pas prendre en compte les différences de valeurs liées à l'ampleur des droits conférés à un associé en fonction de l'importance de sa participation au capital ; cela souligne seulement que, pour un même nombre de parts, chaque associé doit être traité comme les autres lorsqu'il s'agit de fixer la valeur de ses droits nés de sa participation aux bénéfices, aux profits et aux pertes. Le partage des bénéfices et plus généralement des résultats, doit s'effectuer sur un pied d'égalité car le contrat de société n'est pas un contrat aléatoire, tel le jeu ou le pari. Certes, l'aléa existe pour la société en ce sens que son activité peut lui profiter ou entraîner des pertes mais, dans les rapports des associés entre eux, l'égalité entre associés dans la société commande que la contribution de chacun à la constitution du capital donne lieu à un traitement identique, pour un nombre de titres égaux, au moment où l'associé sort de la société. A défaut, le pacte social, né dans l'égalité, se dissoudrait par l'effet incontrôlé de la puissance du plus fort. C'est un ordre public de protection, non de direction. »

La justification avancée par ce groupe réuni sous l'égide de Daniel Tricot laisse peu de place à l'équivoque, mais on restera toutefois surpris par la réserve figurant à la conclusion de ce passage. Le principe d'égalité est assimilé à un ordre public de protection, et non de direction. Il est vrai que le droit des sociétés, et peut-être plus largement le droit privé, s'est considérablement éloigné de ce dernier concept, qui ne paraît plus pouvoir correspondre aux relations économiques caractéristiques de notre temps¹²². Cependant, si la Cour de cassation instaure une régulation du prix de sortie de l'associé, c'est bel et bien pour imposer aux parties la juste valeur de ses droits sociaux telle qu'elle résulte de l'évolution du patrimoine et de performances, actuelles et actualisées, de l'entreprise. L'idée d'assignation d'un risque aux parties à la cession, intimement liée à l'incertitude de la valeur future des droits sociaux, transparait derrière ce qui doit être qualifié de politique jurisprudentielle menée par la Cour de cassation. Et comme le note un auteur, par sa jurisprudence autorisant le recours au tiers estimateur malgré la présence de clauses d'évaluation, la Cour de cassation entend ne pas « plier devant les intérêts économiques de ceux que protègent les clauses décriées¹²³ ». Cette posture de la Haute juridiction est instigatrice d'une morale capitaliste, caractérisant bien davantage un ordre public de direction que de protection d'une quelconque partie faible. La Cour de cassation semble être rentrée en lutte contre ce qu'elle considère être un profit illégitime à l'occasion de la cession de droits sociaux. De fait, nous voyons dans la jurisprudence relative à l'article 1843-4 c. civ. un nouveau sentier ouvert à la suite de celui déjà exploré de la prohibition des stipulations léonines. Quelques auteurs, pour autant qu'ils demeurent critiques, perçoivent un tel *continuum*. Ainsi, pour Bruno Dondéro :

« Ce texte [i.e. l'article 1843-4 c. civ.] et l'interprétation qui en est faite possèdent en effet tout le potentiel pour donner lieu à des discussions de l'ampleur de celles relatives à l'application de la prohibition des clauses léonines aux promesses de rachat de droits sociaux à prix fixe ou à prix plancher¹²⁴ ».

Ou encore :

« On retombe en réalité dans les errements liés à l'application de la prohibition des clauses léonines et à l'article 1844-1, en empêchant au nom de la relation sociétaire les associés de disposer librement de leurs droits sociaux¹²⁵ ».

¹²² Sur la question, cf. Bureau (D.), « La réglementation de l'économie », *Archives de philosophie du droit* 1997, n° 41, pp. 317-339, spéc. n° 15 et s., p. 326 et s.

¹²³ Grimaldi (C.), *op. cit.*, spéc. p. 12.

¹²⁴ Dondéro (B.), « Article 1843-4 du code civil : clarifications suggérées », *Mélanges Tricot*, Dalloz, 2011, pp. 639-655, spéc. n° 2, p. 640.

¹²⁵ Dondéro (B.), « La valorisation des droits sociaux est une chose trop sérieuse pour la confier aux associés », *JCP E* 2013, n° 1, pp. 30-33, spéc. p. 32.

Effectivement, ce qui unit ces deux mouvements jurisprudentiels, leur dénominateur commun, réside dans l'intention des juges de faire peser sur l'associé le risque capitalistique, cristallisé dans la plus ou moins forte valeur de ses droits sociaux telle qu'elle résulte des performances de l'entreprise. L'objectif de la Cour de cassation est de réaffirmer le principe d'assomption du risque d'associé en économie capitaliste. Il est d'ailleurs remarquable qu'elle le fasse dans des circonstances où elle n'est pas saisie de la question, à l'image de sa décision rendue en 2011 et ayant refusé de transmettre une question prioritaire de constitutionnalité élevée à l'encontre de l'article 1843-4 c. civ.¹²⁶. En l'espèce, le moyen d'inconstitutionnalité soulevé par les demandeurs portait sur l'irrespect par le tiers estimateur du principe du contradictoire et des droits de la défense. La Cour de cassation refuse de transmettre la question au Conseil constitutionnel, dans la mesure où les dispositions de l'article 1843-4 c. civ. « n'ont ni pour objet ni pour effet d'investir l'expert du pouvoir de prononcer une sanction ayant le caractère d'une punition et ne font pas par elles-mêmes obstacle à l'application d'une procédure contradictoire ». La Cour aurait pu en rester là eu égard à la question qui lui était posée. Elle poursuit cependant son explication: l'article 1843-4 c. civ. vise « seulement à garantir, dans tous les cas où sont prévus la cession des droits sociaux ou le rachat de ceux-ci par la société, et s'il y a désaccord sur leur valeur, la juste évaluation des droits du cédant par l'intervention d'un tiers chargé de fixer cette valeur pour le compte des parties sans être tenu de se plier à des clauses qui pourraient être incompatibles avec la réalisation de cet objectif ». La portée de cette décision est importante en ce qu'elle confirme l'objectif de la Cour de cassation : aboutir à la fixation du juste prix des droits sociaux, quitte à lutter contre un contrat « incompatible » avec cette finalité. On a pu écrire qu'une telle décision baignait dans le paradoxe : le refus de transmettre la question prioritaire de constitutionnalité se base sur un argument « superfétatoire », lui-même contraire au principe d'ordre constitutionnel qu'est la liberté contractuelle¹²⁷. Il est vrai que le Conseil constitutionnel a progressivement hissé, à partir de la fin des années 1990, la liberté contractuelle au rang de norme constitutionnelle ; mais à en croire un auteur autorisé, on ne saurait y voir une volonté de sanctifier un principe qui deviendrait par là-même hors d'atteinte :

« L'intérêt général, compris avec souplesse, justifie, pour le Conseil, la plupart des atteintes à la liberté contractuelle [...]. Il s'en faut dès lors de beaucoup pour que le Conseil constitutionnel censure le législateur. [...] Sans doute la timidité du Conseil se comprend-elle aisément : les atteintes portées à la liberté contractuelle en droit

¹²⁶ Coquelet (M.-L.), « Le non-respect du principe du contradictoire par l'expert de l'article 1843-4 du Code civil n'est pas contraire aux exigences constitutionnelles », *Dr. sociétés* 2011, n° 6, pp. 13-15 ; Gautier (P.-Y.), « De l'usage excessif des « QPC » : la détermination du prix par l'expert n'en relève pas, ouf ! », *RTD civ.* 2011, n° 2, pp. 364-366 ; Couret (A.), « La constitutionnalité de l'article 1843-4 du code civil », *D.* 2011, n° 20, pp. 1390-1392.

¹²⁷ Mortier (R.), « L'article 1843-4 du Code civil et la question préjudicielle de constitutionnalité », *Bull. Joly* 2011, n° 5, pp. 366-369, spéc. p. 368 ; *adde*, Mousseron (P.), « Renforcement de l'indépendance de l'expert de l'article 1843-4 », *Bull. Joly* 2010, n° 7, pp. 624-626, not. p. 626.

positif sont si nombreuses qu'il ne saurait se situer à contre-courant du mouvement contemporain qui affecte le contrat¹²⁸ ».

Dans cette mesure, ne pourrait-on lire dans la jurisprudence rendue sur le fondement de l'article 1843-4 c. civ. une illustration de ce « mouvement contemporain » de lutte contre le contrat au service de l'idée que la Cour de cassation se fait de l'intérêt général en économie de marché¹²⁹ ? Cette idée, on l'a dit, n'est pas tant la protection d'une partie faible au contrat de cession de droits sociaux que l'assomption du risque d'associé. Que chaque associé assume sa part du risque financier en reflet de l'évolution de la valeur de l'entreprise conduit donc la Cour de cassation à admettre les contestations s'élevant à l'encontre des obligations de céder moins cher que la valeur réelle, et d'acquérir plus cher que la valeur réelle ; bref, autant de situations où, dans l'esprit dans la jurisprudence, un profit illégitime pourrait résulter de la cession des droits sociaux...

Une telle quête de juste valeur des droits sociaux n'est pas sans conséquence sur l'utilité même des mécanismes juridiques fréquemment utilisés par les associés pour organiser leurs cessions de droits sociaux. Par exemple, l'intérêt financier d'un mécanisme de promesse extra-statutaire pourrait disparaître du fait de la fixation de la valeur des droits sociaux par le tiers estimateur. La différence entre le prix réel des droits sociaux et le prix d'exercice de l'option crée la valeur de cette dernière ; gommer cette différence revient à supprimer l'intérêt financier du mécanisme optionnel. L'effet de la jurisprudence de la Cour de cassation pourrait être de ruiner la vocation financière et spéculative des promesses unilatérales de cession de droit sociaux (portant bien entendu sur des droits sociaux ne faisant pas l'objet d'une cotation). Il ne leur resterait alors plus qu'une utilité éventuellement politique et institutionnelle au sein de la société. Tel serait le cas si par exemple la promesse de vente était conditionnée par la survenance d'une faute de l'associé¹³⁰, ou encore par un changement de contrôle affectant cet associé... Egalement, s'agissant de promesses d'achat, on pensera à l'exercice par l'associé d'une faculté de sortie subordonnée par exemple à un changement de contrôle de la société, ou encore à la réorientation de son objet social vers un nouveau secteur d'activité économique...

L'anticipation du prix des droits sociaux est appréhendée avec beaucoup de suspicion par la Cour de cassation, qui tendrait à réduire le droit des promesses à un outil d'anticipation politique et institutionnel, et non plus financier. Cette analyse est encore plus opérante s'agissant de cessions prévues et régies par les statuts, réceptacles privilégiés de l'organisation des relations politiques et institutionnelles entre associés. S'agissant par

¹²⁸ Molfessis (N.), « Le contrat », in *L'entreprise et le droit constitutionnel*, *Revue Lamy Droit des Affaires*, déc. 2010, suppl. au n° 55, pp. 47-51, spéc. p. 49.

¹²⁹ L'évolution de la jurisprudence rendue sur le fondement de l'article 1843-4 correspond à « l'irruption du juge dans le contrat pour y imposer la conception qu'il se fait de la justice », in Lucas (F.-X.), « Extension aux promesses de cession de titres du recours forcé à l'expertise pour la détermination du prix », *Bull. Joly* 2013, n° 23, pp. 230-235, spéc. p. 235

¹³⁰ Du fait d'un acte de concurrence déloyale par exemple, ou encore, d'une faute commise à l'occasion de l'exercice de fonctions salariés ou de direction.

exemple des clauses statutaires de préemption, leur objectif est de permettre aux associés en place, ou à certains d'entre eux, d'opérer un filtrage de l'entrée de nouveaux associés dans le capital, autrement dit, de maîtriser l'évolution de la répartition du capital de la société. En ouvrant la possibilité au tiers estimateur de contredire le prix de la préemption, tel qu'il est pourtant déterminé ou déterminable par les statuts, la Cour de cassation ne ferait qu'invalider la dimension éventuellement spéculative d'une telle clause, sans en avorter la dimension institutionnelle. D'ailleurs, la cour d'appel de Paris a pu directement valider une clause statutaire de préemption au motif qu'elle « réserve un juste prix au cédant¹³¹ et lui laisse la possibilité de vendre ses parts, même à un tiers, en cas de renonciation à la préférence¹³² ». L'analyse convainc encore davantage s'agissant des mécanismes statutaires d'exclusion. La clause d'exclusion, attentatoire au droit propre de l'associé de demeurer propriétaire de ses droits sociaux, doit être acceptée par lui¹³³ ; mais la liberté contractuelle est sévèrement encadrée. L'hypothèse d'une clause d'exclusion *ad nutum* est à bannir : l'exclusion prévue dans les statuts doit répondre à des cas d'ouverture objectifs. Un auteur a d'ailleurs proposé de classer ces derniers en deux catégories distinctes, l'exclusion « sanction » et l'exclusion « régularisation », seules à même de justifier une « expropriation pour cause d'utilité privée¹³⁴ ». Les juges du fond auront la charge d'apprécier la réalité de ces motifs ayant servis de base à la décision d'exclure¹³⁵. Mais cette nécessité de caractériser une cause objective à l'exclusion ne préjuge pas à elle seule de la légitimité de l'exclusion. Un second stade de contrôle du processus intervient, puisant sa source dans le standard du droit des sociétés qu'est l'intérêt social ; la Cour de cassation exige que le motif figurant dans la clause soit « conforme à l'intérêt de la société et à l'ordre public¹³⁶ ». Le souci de la jurisprudence d'extraire les mécanismes statutaires d'exclusion de la sphère conventionnelle est manifeste ; ils doivent être motivés par des circonstances de fait répondant à l'intérêt social et à l'ordre public. On appréciera les décisions appliquant l'article 1843-4 c. civ. aux clauses statutaires d'exclusion sous cet auspice : parce que le paradigme de l'exclusion de l'associé s'articule autour d'un motif légitime au regard de l'intérêt social, il n'y a pas lieu d'y intégrer cet élément perturbateur qu'est l'évaluation des droits sociaux selon une méthode conventionnelle aboutissant à s'écarter de leur valeur

¹³¹ Souligné par nos soins.

¹³² CA Paris, 14 mars 1990, *Bull. Joly* 1990, pp. 353-362.

¹³³ « Si la clause d'exclusion peut sembler devoir être décidée à l'unanimité, ce n'est pas parce qu'elle contiendrait en soi une augmentation des engagements sociaux. C'est simplement parce qu'elle révèle un droit propre qui appartient à chaque associé », in Germain (M.), « La renonciation aux droits propres des associés : illustrations », *Mélanges Terré*, Dalloz-Puf-Juris-Classeur, 1999, pp. 401-413, spéc. p. 407.

¹³⁴ Guyon (Y.), *Les sociétés. Aménagements statutaires et conventions entre associés*, LGDJ, 5^{ème} éd., 2002, spéc. n° 49, p. 87.

¹³⁵ Cf. par ex., cass. com., 8 novembre 1976, *Rev. sociétés* 1977, pp. 285-290, note C. Atias : cassation au motif que la cour d'appel « était tenue de constater si, conformément au pacte social accepté par les parties, et qui leur tenait lieu de loi, l'exclusion du demandeur procédait d'un motif grave légitimant la mesure disciplinaire prise contre lui » ; *adde*, doit être cassé l'arrêt qui considère valable une exclusion prononcée pour des « raisons graves », conformément à une clause statutaire, « sans vérifier la réalité et la gravité des fautes retenues par l'assemblée générale », in cass. civ., 1^{ère}, 16 juin 1993, *Rev. sociétés* 1994, n°2, pp. 295-297, note Y. Chartier.

¹³⁶ Cass. com., 8 mars 2005, *Dr. sociétés* 2005, n° 6, comm. 117, pp. 29-30, note J. Monnet ; *RTD com.* 2005, n° 3, pp. 599-601, note A. Martin-Serf ; *RDC* 2006, n° 2, pp. 449-453, note F.-X. Lucas ; *Rev. sociétés* 2005, n° 3, pp. 618-624, note D. Randoux.

économique objective... L'exclusion de l'associé ne doit pas être l'occasion de réaliser un profit financier spécifique, seul son départ constituant un avantage d'ordre institutionnel. D'où la possibilité affirmée par la Cour de cassation de demander la désignation du tiers estimateur à l'occasion de la mise en œuvre de la clause¹³⁷.

Si nous comprenons bien le sens de la politique jurisprudentielle mise en œuvre par la Cour de cassation, l'assomption du risque est érigée en critère de contrôle des mécanismes de cession prévus dans les statuts et les conventions extra-statutaires. Cette assomption se traduirait par l'impossibilité d'anticiper le prix de cession des droits sociaux en contrariété avec leur valeur réelle telle qu'elle peut être objectivement déterminée une fois la cession conclue. En revanche, les clauses anticipant les cessions de droits sociaux devraient voir leurs vertus politiques et institutionnelles préservées de toute remise en cause. Parce que l'assomption du risque pèse sur chaque associé, le contrôle du prix devrait être à l'œuvre à la fois lorsqu'une clause est stipulée au profit des associés sortants (promesse d'achat extra-statutaire) et des associés restants (promesse de vente extra-statutaire, clause d'exclusion statutaire, clause de préemption).

Sur ces bases, il semble possible, si ce n'est nécessaire, d'apprécier la validité des mécanismes les plus fréquemment usités pour anticiper la cession des droits sociaux, notamment dans les opérations d'investissement en capital soutenues par des fonds professionnels.

¹³⁷ Cf. *supra*, cass. com., 5 mai 2009.

CHAPITRE 2

LA PRATIQUE JURIDIQUE EN MATIERE DE CAPITAL INVESTISSEMENT

La connaissance de la pratique juridique en matière de capital investissement nous a été permise au travers de l'étude d'une série de pactes d'associés conclus entre des professionnels français du secteur du *private equity* et des entrepreneurs, fréquemment fondateurs de l'entreprise accompagnée en haut de bilan.

Seront, dans un premier temps, présentées les caractéristiques du panel de pactes étudié (A).

Ensuite, les clauses de cessions prévues dans ces pactes, qui forment le cadre d'une pratique juridique standardisée des engagements entre l'investisseur et les autres associés, seront systématiquement présentées et analysées au regard de l'évolution de la jurisprudence rendue sur le fondement de l'article 1843-4 du code civil (B).

Enfin, sera tiré un bilan global relatif aux risques que l'immixtion de plus en plus manifeste du tiers estimateur dans la fixation du prix de cession des droits sociaux fait peser sur le secteur de l'investissement en capital. La dimension très majoritairement coopérative et égalitaire des pactes étudiés conduira à minimiser un tel risque (C).

A/ CARACTERISTIQUES DU PANEL DES PACTES ETUDIES

Les relations juridiques qu'entretiennent les fonds d'investissement avec les entrepreneurs accompagnés dans le financement de leur projet sont essentiellement fixées dans des pactes extra-statutaires. Les raisons poussant les associés à privilégier ce type de support contractuel, au détriment des statuts de la société, relèvent tout autant de la logique juridique que de la discrétion qui commande aux relations d'affaires.

D'abord, les rapports juridiques noués entre les investisseurs et l'entrepreneur, souvent associé principal et même potentiellement fondateur de l'entreprise, réduit le plus fréquemment la société à l'état de tiers. Le pacte emporte des droits et obligations dans le chef de l'investisseur et de l'entrepreneur, excluant le plus souvent tout droit et obligation vis-à-vis de la société. Certes, cette logique ne saurait prévaloir de manière systématique, en ce sens que la société sera parfois un vecteur irrémédiable d'organisation des relations patrimoniales entre l'entrepreneur et l'investisseur ; on pensera en particulier à l'émission de titres de nature à conforter les objectifs financiers de l'investisseur en capital, émission emportant inéluctablement, au-delà d'un accord entre associés, une décision d'organes sociétaires¹³⁸.

Le second avantage lié au caractère extra-statutaire de la formalisation juridique des relations entre l'entrepreneur et l'investisseur réside dans la discrétion de cet *instrumentum*. Les pactes d'associés n'ont pas à faire l'objet de mesure de publicité particulière, ce qui permet de préserver la confidentialité des pratiques développées par le fonds, et donc des attentes et politiques particulières d'investissement que l'investisseur pourrait manifester sur son secteur d'activité. Un véritable aspect concurrentiel explique cette volonté des fonds de soustraire à la vue des personnes susceptibles d'y trouver un intérêt, la consistance des relations d'affaires développées avec les entreprises investies. Notons que tous les pactes étudiés dans la présente étude comportent une clause de confidentialité...

En raison de ce caractère confidentiel des pactes d'actionnaires dans les opérations de capital investissement, il n'a été facile d'obtenir de tels documents. Pour autant, une analyse a tout de même pu être développée sur une série de pactes que les auteurs du présent rapport sont parvenus à se procurer. Cet échantillon de pactes a été voulu le plus représentatif possible ; il regroupe différents types d'opérations menées dans le capital investissement, en l'occurrence des financements de type capital-risque, capital-développement et LBO. Ces pactes mettent en relation, d'une part :

¹³⁸ S'agissant par exemple d'obligations convertibles, fréquemment émises au profit d'investisseurs en capital, elles doivent selon les termes de l'article L. 228-92 c. com. faire l'objet d'une décision de l'assemblée générale extraordinaire ; compétence peut être déléguée au conseil d'administration ou au directoire pour décider de cette émission, dans la limite d'un plafond de titres et pour une durée maximale de 26 mois (cf. art. L. 225-129-2 c. com.).

- 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 eu égard à 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 professionnels français, à vocation à la fois régionale et nationale, dont l'encours varie de quelques dizaines de millions d'euros à plus d'un milliard d'euros. Ces investisseurs sont structurés sous différentes formes juridiques, qui représentent, selon la sémantique employée par ce secteur d'activité, le large éventail des « véhicules d'investissement en capital » disponible en droit français¹³⁹. Relèvent ainsi de l'échantillon analysé :
 - 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 (Euronext, compartiment C).

¹³⁹ Pour une présentation de ces véhicules d'investissement, on se reportera très utilement à Schmidt (D.), *Les fonds de capital investissement. Principes juridiques et fiscaux*, 2^{ème} éd., Gualino – Lextenso, 2009.

Le tableau suivant quantifie les investissements figurant dans les pactes d'associés relevant du panel. La ventilation s'opère par type d'opération de financement et par type de véhicule d'investissement en capital ; notons qu'une même opération de financement peut associer différents véhicules d'investissement.

Type de véhicule d'investissement / Type d'opération de financement	FCPR	FCPI	FIP	SCR	Holding financier	TOTAL
Capital risque	1			2		3
Capital développement	3	3	7	4		17
LBO	2		1		1	4
TOTAL	6	3	8	6	1	24

Il faut tout particulièrement insister sur la réglementation applicable aux fonds de placement utilisés en matière de *private equity*, qui constituent, à l'image de l'activité de ce secteur, les véhicules les plus fréquemment sollicités dans les pactes de notre panel.

La durée de vie de ces fonds est fixée par leur propre règlement¹⁴⁰. Toutefois, cette durée est indirectement plafonnée par le droit offert aux porteurs de parts de réclamer la restitution de leur investissement. En effet, conformément à l'article L. 214-28, VII c. mon. fin., applicable aux FCPR, et par extension aux FCPI et FIP (cf. respectivement art. L. 214-30 et s. c. mon. fin, et art. L. 214-31 et s. c. mon. fin.) :

« Les porteurs de parts ne peuvent demander le rachat de celles-ci avant l'expiration d'une période qui ne peut excéder dix ans. Au terme de ce délai, les porteurs de parts peuvent exiger la liquidation du fonds si leurs demandes de remboursement n'ont pas été satisfaites dans le délai d'un an ».

L'horizon d'investissement des fonds commun de placement intervenant dans le secteur du *private equity* est donc limité par la loi. L'obligation de liquidité vis-à-vis des porteurs de parts rejaillit inéluctablement sur la durée d'accompagnement des sociétés en haut de bilan. De fait, dans le panel de pactes soumis à la présente étude, ces accompagnements durent en moyenne cinq à six années, avec un minimum de trois ans et un maximum de huit ans. Cette durée variable s'explique par plusieurs facteurs propres à l'entreprise financée ou au fonds d'investissement. Un projet porté par l'entreprise et nécessitant un accompagnement financier peut d'abord s'inscrire dans une durée variable. Ensuite, la prise de participation dans la société peut intervenir à des stades plus ou moins avancés de la durée de vie du fonds. Enfin, s'agissant de la fourchette haute de huit ans, elle correspond à la nécessité

¹⁴⁰ Cf. art. 412-33 RGAMF, renvoyant à l'instruction AMF n°2011-22, Annexe VII.

pour le fonds d'entamer la phase de liquidation de ses actifs financiers, phase qui doit pouvoir suffisamment anticiper l'échéance des 10 ans fixée par la loi¹⁴¹.

Au cours de plusieurs entretiens menés avec des professionnels du secteur du *private equity*, 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 »¹⁴².

Eu égard au caractère confidentiel des pactes soumis à l'analyse, aucun nom de société, pas plus que de fonds et d'entrepreneurs, ne saurait figurer au présent rapport. Par ailleurs, lorsqu'ont été citées *in extenso* certaines clauses, nous nous sommes réservés le droit de modifier certaines dates, montants et autres pourcentage, dès lors qu'ils auraient permis d'identifier l'opération de financement en cause ; les modifications ainsi apportées se veulent toutefois parfaitement réalistes au regard des conditions réelles de l'opération de financement.

¹⁴¹ Sur cette question de l'anticipation de liquidation des actifs financiers du fonds, cf. AMF, « Position-recommandation n° 2012-11 – Guide relatif aux OPCVM de capital investissement », août 2012, p. 9.

¹⁴² « - pour l'investisseur, toute l'opération est montée en fonction d'un seul objectif : réussir sa sortie », *in* Mondhier (Ch.), *Le capital-risque pour financer la croissance et l'emploi*, Banque éditeur, 2000, p. 56.

B/ ANALYSE DES CLAUSES RELEVANT DU PANEL DE PACTES

La problématique du devenir des clauses usuelles pratiquées en matière de *private equity*, à l'aune de la jurisprudence actuelle rendue sur le fondement de l'article 1843-4 c. civ., a été posée de manière limpide par un auteur :

« Il s'agit des innombrables clauses de cession ou d'achat forcé qui figurent dans les pactes extra-statutaires pour forcer la vente conjointe en cas de « sortie » de l'actionnaire majoritaire, ou autoriser la cession proportionnelle en cas de cession partielle de la part de ce dernier, ou encore pour contraindre la cession des titres appartenant aux dirigeants lorsque ceux-ci, pour diverses raisons susceptibles de rejaillir sur le prix de leurs titres, cessent de consacrer leur activité à la société. Ces clauses, dites de drag ou de tag along, ou de sortie en qualité de good, bad ou neutral leaver, ne renvoient que rarement à la décision d'un expert la fixation du prix de vente. Dans la très grande majorité des cas, elles déterminent le prix des titres devant faire l'objet de la vente, soit en fonction du prix conventionnel des titres dont la cession provoque la mise en jeu de la clause (drag ou tag along), soit en fonction d'une équation plus ou moins complexe, généralement basée sur les comptes de la société, le cas échéant affectée d'un coefficient de majoration ou de minoration tenant aux circonstances de la cession (cas des good ou bad leavers). Il est donc essentiel de savoir si ces clauses sont aujourd'hui susceptibles d'être remises en cause, au profit d'une fixation du prix à dire d'expert¹⁴³ ».

Préalablement à l'analyse détaillée de ces clauses témoignant du rapport au risque financier cultivé par les investisseurs en capital français, on peut d'ores et déjà tirer trois grands constats de la lecture des pactes d'associés relevant du panel :

- Une assez forte standardisation des mécanismes juridiques organisant le transfert des droits sociaux au cours et au débouclage de l'investissement, et ce malgré des circonstances économiques fort disparates qui peuvent motiver l'accompagnement en fonds propres. Ainsi, on retrouve des schémas juridiques similaires de sortie de l'investisseur ou des autres associés qu'il s'agisse d'une opération de type LBO (reprise d'entreprise par constitution d'un holding avec effet de levier par endettement) ou d'un investissement de capital-risque dans une *start-up*...
- Un comportement très « raisonnable » de la part des investisseurs professionnels, en particulier une volonté nette, et contractualisée comme telle, de collaborer à la

¹⁴³ Cavalier (B), « Article 1843-4 : des réponses... et des questions », *Revue Lamy Droit Civil* 2009, n° 66, pp. 7-10, spéc. p. 8.

réussite d'un projet collectif d'entreprise¹⁴⁴. Il ne nous a pas été permis de stigmatiser, au travers des pactes étudiés, une volonté de l'investisseur professionnel de garantir des objectifs de rentabilité de son apport en capital au moyen de mécanismes juridiques de sortie¹⁴⁵. La garantie de liquidité des droits sociaux apparaît, au travers des pactes étudiés, bien plus prioritaire que l'objectif de rentabilité, cette dernière demeurant dépendante de l'évolution objective de la situation économique de la société et des perspectives qu'elle laisse augurer. L'image de « vampirisation » de l'entreprise parfois associée à l'intervention d'un fonds d'investissement dans le haut de bilan d'une société ne peut être corroborée par les pactes étudiés.

- Lorsque des mécanismes juridiques garantissent la rentabilité de l'investissement, il ne s'agit pas de l'investissement en fonds propres. En effet, ces mécanismes ne portent pas sur les titres de capital acquis par l'investisseur professionnel, mais prennent la forme de titres donnant potentiellement accès au capital. Rappelons la philosophie qui gouverne de telles valeurs mobilières : la transformation du titre ne peut s'opérer que dans le strict sens titre de dette – titre de capital, si bien que l'intérêt d'une telle transformation provient d'une rentabilité supérieure des titres de capital par rapport aux titres de dette. La rentabilité minimale de l'investissement est donc garantie uniquement par l'intérêt de la dette ; une rentabilité plus élevée reste subordonnée à la performance objective de la société telle qu'elle se reflète dans l'évolution de la valeur des droits sociaux¹⁴⁶. Dans les pactes soumis à l'analyse, ce volet « dette » souscrit par l'investisseur en capital prend systématiquement la forme d'obligations convertibles en actions (OCA). En général, lorsque l'information figure dans le pacte d'associés¹⁴⁷, on constate que le montant d'OCA souscrites par rapport au montant des droits sociaux souscrits est loin d'être insignifiant ; pour ce qui concerne notre panel, cette proportion s'échelonne du simple au triple.

¹⁴⁴ Au titre des préambules figurant dans les pactes, figurent très souvent des déclarations relatant l'état d'esprit dans lequel s'opère l'intervention de l'investisseur professionnel. En voici un exemple : « L'objectif du partenariat des parties est de permettre le développement de la société en association avec ses managers et de valoriser l'investissement respectif de chacune des parties. Cet objectif doit être réalisé, à moyen terme, par une introduction en bourse ou, à défaut, par une cession industrielle ou financière. Pour permettre la réalisation de cet objectif au mieux des intérêts de chacune des parties, celles-ci ont établi le présent pacte dont l'exécution est déterminante pour le succès de leur projet commun ».

¹⁴⁵ Ainsi, aucune option de vente à prix plancher exerçable au débouclage de l'investissement n'a été relevée dans les pactes étudiés.

¹⁴⁶ Et encore, il nous a été confirmé lors d'entretiens que le volume de conversion pouvait être fréquemment plafonné en fonction de l'objectif de rentabilité minimale de l'investisseur : un plafond de conversion renvoyant par exemple au TRI (Taux de rentabilité interne), implique que si la plus-value des actions est supérieure à ce taux, il n'est pas possible de convertir l'intégralité des OCA...

¹⁴⁷ L'émission d'obligations convertibles ne peut intervenir par le biais d'un pacte d'associés, en ce que le contrat d'émission lie la société aux associés souscripteurs, et non les associés entre eux. Dans cette mesure, le volet du montage impliquant l'émission d'OCA n'est à chaque fois rappelé qu'au titre de la présentation générale de l'opération d'investissement.

Les mécanismes standards organisant la cession de droits sociaux qui retiendront l'attention peuvent être classés en deux catégories : ceux qui organisent les cessions de droits sociaux en cours d'investissement (1), et ceux qui organisent les cessions au débouclage des opérations d'investissement (2). Après les avoir présentés, ces mécanismes seront analysés au regard de l'évolution de la jurisprudence rendue sur le fondement de l'article 1843-4 c. civ., c'est-à-dire, selon l'interprétation que nous en donnons, de l'assomption du risque d'associé. A cette fin, la réflexion portera sur la possibilité offerte en particulier à l'associé tenu de céder, ou tenu d'acquiescer, d'élever une contestation et de solliciter du juge la désignation du tiers estimateur en vue de remettre en cause le prix de cession envisagé lors de l'entrée de l'investisseur dans le capital.

1. Les clauses de cession en cours d'investissement

a : Clause de préemption

Economie de la clause de préemption

Les clauses de préemption ont pour objectif de permettre aux associés en place, ou à certains d'entre eux, d'opérer un filtrage de l'entrée de nouveaux associés dans le capital, autrement dit, de maîtriser l'évolution de la répartition du capital de la société. De telles clauses sont systématiquement présentes dans les pactes soumis à notre analyse. Elles confèrent par principe au(x) préempteur(s), qualité susceptible d'être revendiquée par n'importe quel associé dans tous les pactes de notre panel, le droit d'acquérir les titres de préférence au tiers auxquels ils sont proposés.

Dans tous les pactes en notre possession, la préemption doit porter, pour être efficace, sur l'intégralité des titres faisant l'objet de la cession ; à défaut, la préemption ne pourrait être réalisée. Cette règle est somme toute logique, car elle permet à l'associé cédant de mener à bien son projet. En effet, si la préemption ne pouvait être que partielle, le cédant pourrait être contraint de ne proposer au tiers qu'un plus faible volume de droits sociaux, ce qui serait susceptible de ne plus intéresser ce dernier. En outre, toutes les clauses des pactes en notre possession détaillent les règles de ventilation des droits sociaux au cas où plusieurs associés manifesteraient leur intention de préempter. A cette fin, elles définissent soit des rangs de priorité, soit des mécanismes de préemption à titre irréductible et réductible. Ces considérations techniques ne doivent pas retenir l'attention car elles ne concernent pas la question essentielle du prix auquel est susceptible d'être exercée la préemption.

Sur cette question du prix, les clauses des pactes en notre possession prévoient toutes que la préemption s'exercera aux mêmes conditions que la cession envisagée avec le tiers. Voici quelques exemples :

« Par le seul fait de la notification de l'exercice de ce droit, la vente sera réalisée au profit des préempteurs, à un prix égal à celui proposé par le tiers acquéreur de bonne foi et résultant des conditions de la vente envisagée ».

« Le prix des titres cédés qui seraient préemptés par les bénéficiaires et les conditions et modalités de paiement seront identiques au prix, conditions et modalités indiqués dans la notification de transfert ».

« - le cédant notifiera par écrit au préempteur sa décision de céder, avec une copie de l'offre et offrira de vendre les titres offerts au préempteur selon les mêmes modalités que celles contenues dans l'offre ».

Analyse du droit de préemption au regard de l'article 1843-4 c. civ.

A l'occasion de l'analyse des fondements et des justifications de l'évolution de l'interprétation jurisprudentielle de l'article 1843-4 c. civ., nous avons rappelé une décision déjà ancienne rendue par la cour d'appel de Paris, validant une clause statutaire de préemption en tirant argument de ce qu'elle « réserve un juste prix au cédant et lui laisse la possibilité de vendre ses parts, même à un tiers, en cas de renonciation à la préférence¹⁴⁸ ». Egalement, nous avons estimé que si la Cour de cassation devait autoriser le tiers estimateur à contredire le prix de la préemption, tel que déterminé ou déterminable par une clause liant les parties, la Cour de cassation ne ferait qu'invalider la dimension éventuellement spéculative d'une telle clause, sans en avorter la dimension institutionnelle.

Or, il est bien certain que dans les exemples de clause soumis à l'examen, la vocation spéculative des mécanismes de préemption n'existe pas dans la mesure où le préempteur, s'il est libre d'acquérir, est en revanche contraint de le faire au prix offert par le tiers acquéreur. Ainsi, ces clauses ne sauraient être assimilées à des techniques consistant à garantir une acquisition à un prix inférieur à la valeur objective des droits sociaux. On ne voit pas en quoi elles constitueraient un moyen pour l'associé préempteur de tirer un profit illégitime spécifiquement lié à la cession initiée par son co-associé. En outre, l'hypothèse même d'une contestation émanant de l'associé contraint par la clause de préemption, c'est-à-dire le cédant, ne se conçoit pas véritablement, dans la mesure où la cession contrainte s'opère au même prix et concomitamment à la cession librement convenue avec le tiers cessionnaire. Toute contestation devrait donc être tenue pour être élevée de mauvaise foi.

Aussi, il semble bien que les clauses de préemption figurant dans les pactes de notre panel échappent à la remise en cause éventuelle du tiers estimateur. N'ayant pas pour objet de conférer un profit spécifique et illégitime au préempteur à l'occasion de l'exercice de son droit de préemption, elles se contentent d'accomplir leur fonction politique et institutionnelle de maîtrise de l'évolution de la structure du capital de la société.

b : Clause de sortie conjointe

Droit de sortie conjointe (clause dite « Tag along »)

Le droit de sortie conjointe, proportionnelle ou totale, est stipulé dans l'objectif de faire partager aux associés concernés par la clause les mêmes opportunités de cession de droits sociaux en cours d'opération de financement, et ce bien entendu pour les droits sociaux vis-à-vis desquels ils ne souhaiteraient pas exercer leur droit de préemption. La sortie est dite proportionnelle lorsque le volume de droits sociaux susceptibles d'être cédés conjointement

¹⁴⁸ CA Paris, 14 mars 1990, *Bull. Joly* 1990, pp. 353-362.

doit respecter une proportion reflétant le rapport entre la participation au capital du bénéficiaire du droit de sortie et celle du cédant. En revanche, la sortie est dite totale lorsque son bénéficiaire dispose de la faculté de céder intégralement ses droits sociaux.

Economie du droit de sortie conjointe proportionnelle

Dans les pactes à notre disposition, on trouve tout autant des droits de sortie conjointe proportionnelle conférés aux seuls investisseurs, qu'à l'ensemble des associés. Deux grands schémas peuvent être modelés par ces clauses.

Le premier d'entre eux permet à un ou plusieurs associés, tiers à une cession de droits sociaux, de substituer leurs propres droits sociaux à ceux offerts par le cédant initial, et ce dans la limite du volume que l'acquéreur se propose d'acquérir. De la sorte, le cessionnaire acquiert le même nombre de droits sociaux, mais à plusieurs associés au lieu d'un seul. Ce droit de sortie conjointe proportionnelle reflète le plus souvent le rapport de proportionnalité entre le cédant et le ou les bénéficiaires de ce droit, apprécié en termes de volume de droits sociaux détenus. Par exemple, si le bénéficiaire du droit de sortie conjointe possède 5 fois moins de droits sociaux que le cédant, soit un taux de 20 %, alors ce dernier aura le droit de substituer ses propres droits sociaux à hauteur de 20 % de l'intégralité des titres cédés.

Exemple de clause de sortie conjointe proportionnelle par substitution de titres :

« Chacun des bénéficiaires aura le droit de céder, conformément aux termes de l'offre, en même temps et aux mêmes conditions que le cédant, un nombre de titres égale au nombre de titres que le cessionnaire pressenti a indiqué souhaiter acquérir, multiplié par le rapport entre (i) le nombre de titres détenus par chaque bénéficiaire acceptant et (ii) le nombre de titres détenus au total par les bénéficiaires acceptant et par le cédant, de sorte que le total des titres devant être cédés en vertu des présentes par les bénéficiaires acceptants et le cédant soit égal au nombre maximum de titres que l'acquéreur pressenti a indiqué souhaiter acquérir ».

Notons également qu'une obligation d'achat pesant sur le cédant accompagne fréquemment les clauses de sortie conjointe proportionnelle aboutissant à une substitution de droits sociaux. Cette obligation est déclenchée dans l'hypothèse où le cessionnaire n'acquiert pas les droits sociaux du bénéficiaire de la clause de sortie. Cette hypothèse ne devrait pas fréquemment se rencontrer en pratique, dans la mesure où, répétons-le, l'opération est indolore pour le cessionnaire. Toutefois, une telle obligation d'achat présente tout de même une utilité dans l'hypothèse où le cédant n'informerait pas son co-associé de la cession ; il se verrait alors dans l'obligation de les acquérir lui-même.

Le second schéma de clause de sortie conjointe proportionnelle ne répond pas à une substitution de titres, mais à une faculté de céder au-delà du volume accepté par le cessionnaire. Immanquablement, l'effet relatif du pacte d'associés interdit d'obliger le cessionnaire à acquérir au-delà de sa volonté initiale, si bien que cette modalité de sortie conjointe corréle en réalité un engagement pesant sur le cédant de faire racheter les droits sociaux par le cessionnaire. A défaut d'accord avec le cessionnaire, les pactes prévoient soit l'engagement du cédant de renoncer à la cession, soit de racheter lui-même les droits sociaux. La proportion de droits sociaux susceptibles d'être cédés en supplément de la cession initialement pressentie peut être calculée conformément à la méthode précédemment décrite, ou selon un autre rapport comme en témoigne l'exemple suivant :

« - le cédant s'engage à faire racheter par le cessionnaire envisagé, en plus des titres de la société objet du projet de cession, un pourcentage des titres de la société appartenant aux autres parties égale au pourcentage de la participation du cédant cédée par rapport à la participation totale du cédant ».

Economie du droit de sortie conjointe totale

Dans les pactes soumis à notre étude, le droit de sortie totale est conféré presque exclusivement aux investisseurs en capital. Cette situation se justifie sans difficulté eu égard à la qualité de minoritaire de ces derniers. En effet, le droit de sortie conjointe totale se déclenche principalement en cas de changement de contrôle, voire de modification de la répartition du capital laissant augurer un tel changement ou encore en cas de diminution significative de la participation du fondateur de l'entreprise.

Ces cas d'ouverture du droit de sortie conjointe totale marquent bien la philosophie différente qui l'anime par rapport au droit de sortie conjointe proportionnelle. Il s'agit pour les associés minoritaires, et donc essentiellement pour les investisseurs en capital, de se prémunir contre une éventuelle réorientation des objectifs et activités de la société tels qu'ils étaient envisagées à l'entrée de l'investisseur dans le capital. La clause de sortie conjointe totale corréle donc le droit, pour l'investisseur, de s'en tenir au projet économique tel qu'initialement prévu ; la perspective que ce dernier soit modifié permet à l'investisseur de quitter entièrement la société.

Les hypothèses de déclenchement de ce droit, telles qu'elles figurent dans les pactes relevant de notre panel, ont toutes en commun un changement de contrôle de la société. Au-delà, il existe autant de stipulations conventionnelles qu'il existe de pactes d'associés. En voici deux exemples, l'un d'une grande simplicité,

« - dans le cas où l'une (ou plusieurs) parties envisagerait un transfert de tout ou partie de ses titres, ce projet de transfert de titres donnera lieu à un droit de sortie totale pour les autres parties, par participation au projet de transfert en cas de projet de transfert par une ou plusieurs parties de tout ou partie de leurs titres entraînant un changement de contrôle de la société » ;

l'autre plus élaboré :

« Dans l'hypothèse où, (i) un ou plusieurs associés envisageraient de réaliser une cession ou de proposer aux autres associés de réaliser une opération dilutive de la société à l'issue de laquelle la participation directe ou indirecte des fondateurs deviendrait collectivement inférieure à 75 % du capital et des droits de vote de la société ou la quote-part directe de détention du fondateur principal deviendrait inférieure à 25 % du capital et des droits de vote de la société ou (ii) un cédant envisagerait de réaliser une cession de titres ayant pour effet de conférer le contrôle de la société à un ou plusieurs tiers agissant de concert, le(s) associé(s) concerné(s) s'engage(nt) :

(i) soit à faire racheter par le cessionnaire envisagé ou le souscripteur de l'opération dilutive, en plus des titres de la société objet du projet de cession ou de l'opération dilutive,

(ii) soit à faire racheter par le cessionnaire envisagé ou le souscripteur à l'opération dilutive, en lieu et place de tout ou partie des titres de la société objet du projet de cession ou de l'opération dilutive,

l'intégralité des titres de la société appartenant aux investisseurs, si l'un (ou plusieurs) d'entre eux exerce(nt) son (leur) droit de sortie conjointe totale.

Il est d'ores et déjà convenu que les seuils fixés au présent article pourront faire l'objet d'ajustements ultérieurs en cas notamment d'augmentation de capital venant modifier significativement la répartition du capital de la société

[...] A défaut de respect par le cessionnaire envisagé du présent article, le cédant devra renoncer à son projet de cession de titres »

Ce second exemple de clause a le mérite d'attirer l'attention sur les deux modalités que peut emprunter le droit de sortie conjointe totale, à l'image des deux schémas gouvernant le droit de sortie conjointe proportionnelle : il pourra prendre effet par la substitution d'une partie des titres du cédant par ceux du bénéficiaire de la sortie, ou par l'acquisition supplémentaire des titres du bénéficiaire du droit de sortie par le cessionnaire. Là encore, le

cessionnaire étant tiers au pacte d'associés, il n'est pas envisageable de le contraindre à acquérir les droits sociaux de l'associé bénéficiant du droit de sortie conjointe totale. La clause citée prévoit cette situation où le cessionnaire ne se porterait acquéreur que des titres du cédant, en mettant à sa charge une obligation de ne pas faire : « renoncer à son projet de cession ». On aurait pu cependant envisager, comme dans d'autres pactes relevant du panel, la stipulation d'une promesse d'achat obligeant le cédant ; en voici un exemple :

« Le cédant fera son affaire personnelle d'obtenir de son acquéreur qu'il achète les titres détenus par le(s) bénéficiaire(s) acceptant(s). A défaut, il s'interdit de procéder à la cession envisagée. A défaut d'acquisition des titres du (des) bénéficiaire(s) acceptant(s) par l'acquéreur pressenti et sous réserve que le cédant ait effectivement cédé les titres offerts à l'acquéreur pressenti, le cédant sera tenu d'acquérir lesdits titres du (des) bénéficiaire(s) acceptant(s) aux mêmes conditions que celles stipulées ci-dessus ».

Analyse du droit de sortie conjointe au regard de l'article 1843-4 c. civ.

L'article 1843-4 s'applique aux cessions « prévues », non spontanément conclues, et en cas de « contestation » entre les parties. On comprendra dans cette mesure que le droit de sortie conjointe n'offre que peu de prise à l'intervention du tiers estimateur. D'abord, en sa qualité de tiers au pacte d'associés, le cessionnaire n'est pas tenu à une cession « prévue » ; aucune cession contrainte ne répond à son acte d'achat. La contrainte n'existe que dans le chef du cédant, vis-à-vis de son co-associé exerçant un droit de sortie. Et encore faudrait-il pour qu'on puisse effectivement évoquer une cession contrainte, que le droit de sortie s'accompagne d'un engagement d'acquisition souscrit par le cédant et conditionné à ce que le cessionnaire « pressenti » n'acquiert pas les droits sociaux de l'associé exerçant son droit de sortie... C'est donc bien seulement l'hypothèse d'une promesse d'achat, à laquelle peut éventuellement être tenu le cédant, qui permet de mener une réflexion relative à l'applicabilité de l'article 1843-4 c. civ. au droit de sortie conjointe proportionnelle ou totale.

Dans le panel des pactes étudiés, le droit de se joindre à la cession s'opère systématiquement pour un prix identique à celui de l'offre faite par le tiers acquéreur. Lorsque s'y ajoute une promesse unilatérale d'achat, au cas où le cessionnaire refuserait d'acquérir les droits sociaux, elle est stipulée également systématiquement « aux mêmes prix et conditions que l'offre faite par le tiers acquéreur » :

« - le groupe majoritaire s'engage irrévocablement à acquérir les titres appartenant à l'investisseur dans la proportion ci-dessus déterminée, aux mêmes prix et conditions que l'offre faite par le tiers

acquéreur, cet engagement s'analysant en une promesse unilatérale d'achat conclue sous condition suspensive d'offre de transmission à un tiers »

Réfléchir à l'application de l'article 1843-4 c. civ. dans le cadre d'une telle promesse d'achat implique d'envisager dans quelle mesure une contestation pourrait être élevée par une des parties. D'abord, le prix d'acquisition pourrait être considéré comme trop haut par le promettant, du fait que ce dernier est lui-même parvenu à céder au tiers acquéreur à un prix fort. On entend difficilement qu'une telle contestation puisse être élevée de bonne foi : le promettant contesterait la justesse d'un prix qu'il accepte pourtant concomitamment de recevoir de la part du cessionnaire... Ensuite, le prix d'acquisition pourrait être contesté par le bénéficiaire de la promesse, qui considérerait le prix, tel qu'il résulte de la vente au tiers acquéreur, trop bas. Nous n'aurions pas prêté beaucoup d'attention à cette hypothèse, qui laisse après tout le bénéficiaire de la promesse libre de conserver ses titres, si nous ne l'avions spécifiquement rencontré dans un pacte :

« A défaut d'accord de l'investisseur sur la valorisation et/ou à défaut d'accord amiable entre les parties, le prix sera fixé conformément à l'article 1843-4 du Code civil. L'investisseur pourra, au vu des conclusions de l'expert, et dans les quinze jours de la remise du rapport, notifier qu'il renonce à se retirer de la société. »

Ce renvoi conventionnel à l'article 1843-4 c. civ. est admis par la jurisprudence, comme on l'a vu précédemment. Mais en l'absence d'un tel renvoi, une des parties pourrait-elle saisir le juge d'une demande de désignation du tiers estimateur ? Alors que nos réserves émises à l'instant¹⁴⁹ commanderaient d'exclure l'intervention du tiers estimateur, le caractère d'ordre public de l'article 1843-4 c. civ., sans cesse réaffirmé par la jurisprudence, plaiderait au contraire dans le sens d'une réponse positive.

Pour démêler ce problème d'une réelle complexité, l'interprétation que nous avons entendu donner à la jurisprudence peut être sollicitée. Il faut bien avouer que le contexte de l'exercice d'un droit de sortie conjointe s'éloigne considérablement de celui où la mise en œuvre d'une méthode d'évaluation des droits sociaux, anticipant l'évolution de leur valeur, manifesterait une volonté d'échapper au risque financier de l'entreprise. Si tant est que ce critère soit effectivement la clef de compréhension de l'évolution de la jurisprudence rendue sur le fondement de l'article 1843-4 c. civ., l'intervention du tiers estimateur ne saurait être justifiée en cette circonstance. On l'a dit, loin de traduire la volonté d'échapper à l'incertitude de l'évolution de la valeur des droits sociaux, les clauses de sortie conjointe répondent à la fois au souci de bénéficier d'opportunités de cession sur un pied d'égalité, et à une préoccupation de continuité des relations capitalistiques avec le fondateur de l'entreprise et/ou l'associé de contrôle. C'est donc un objectif d'égalité entre associés et de

¹⁴⁹ Fondées sur la mauvaise foi du promettant et la liberté de ne pas céder du bénéficiaire de la promesse.

stabilité du projet économique porté par et dans la société qui sous-tend les clauses de sortie conjointe ; on ne saurait y voir le refus par l'associé de l'assomption du risque. En acceptant de sortir au même prix librement négocié par ses co-associés, l'associé n'entend pas échapper au risque lié à l'évolution de la valeur de ses droits sociaux ; en acceptant d'acheter ces mêmes droits au prix auquel il a cédé les siens, le promettant ne saurait être accusé de vouloir réaliser un profit illégitime.

Obligation de sortie conjointe (clause dite « Drag along »)

Economie de l'obligation de sortie conjointe

L'obligation de sortie conjointe emporte une hypothèse de sortie de l'associé en cours d'opération de financement. A la différence du droit de sortie conjointe, qui laisse à l'associé l'opportunité d'accompagner la cession initiée par un de ses co-associés, l'obligation de sortie conjointe répond à l'hypothèse d'une sortie forcée, contrainte, à l'image du mécanisme d'exclusion ou de promesse de vente. Toutefois, cet engagement se différencie d'un mécanisme d'exclusion en ce qu'il n'est pas subordonné à un motif objectif répondant à l'intérêt social et qu'il n'aboutit pas à un rachat par la société ou à une cession aux autres associés¹⁵⁰. Il se différencie également, selon nous, d'une promesse de vente dans la mesure où aucune option n'est concédée au cessionnaire éventuel, qui demeure tiers au pacte fondant l'engagement de l'associé¹⁵¹. Juridiquement, il faut y voir plus sûrement un engagement conditionnel de présentation des droits sociaux à la vente. Tous les pactes relevant du panel étudié contiennent de tels mécanismes de sortie, conditionnés au même événement de base : l'offre d'acquisition d'un tiers portant sur la totalité du capital de la société. L'intitulé des clauses emportant obligation de sortie conjointe reprend très fréquemment cette circonstance : « Offre d'achat portant sur la totalité du capital », ou encore « Offre d'un tiers portant sur la totalité des titres ».

L'économie de l'obligation de sortie conjointe consiste donc à obliger tous les associés à céder leur titre à un tiers dès lors que celui-ci se propose d'acquérir l'intégralité du capital de la société. Mais ce mécanisme n'est pas conditionné à la seule offre du tiers ; il l'est également à un seuil d'acceptation de la part des associés de la société. L'idée est de ne pas contraindre l'ensemble des associés à la cession, alors même que seuls quelques-uns auraient décidé d'accepter l'offre (et son prix) de reprise intégrale de l'entreprise. Ce seuil d'acceptation est différent dans chaque pacte d'associés étudié. L'exemple suivant, assez simple, témoigne du cumul de ces deux conditions :

¹⁵⁰ Sur les caractéristiques des mécanismes d'exclusion, cf. *supra*.

¹⁵¹ Toutefois, la pratique n'hésite pas parfois à qualifier, dans les clauses des pactes d'associés, l'obligation de sortie conjointe de « promesse de vente irrévocable » ; cf. l'exemple suivant cité en corps de texte.

« A tout moment ci-avant, si l'une ou l'autre des parties reçoit une offre de bonne foi émanant d'un tiers portant sur l'intégralité des actions de la société, et que une ou plusieurs parties représentant 70% au moins du capital de la société souhaite(nt) accepter, les autres parties s'engagent à transférer tous leurs titres concomitamment, le présent article valant promesse unilatérale de vente irrévocable ».

Dans la plupart des pactes soumis à notre analyse, l'obligation de sortie conjointe est stipulée « aux mêmes conditions » de prix que celles figurant dans l'offre proposée par l'acquéreur de l'intégralité du capital. Toutefois, et cette situation s'est rencontrée dans un pacte en notre possession, certaines clauses plus complexes adjoignent à l'obligation de sortie conjointe une condition supplémentaire liée à la valorisation des droits sociaux par l'offrant. Cette situation crée donc une hypothèse de cession contrainte, mais à prix garantie, qui dans l'exemple suivant oblige (et bénéficie) seulement à l'investisseur en capital :

« Il est toutefois convenu que l'investisseur ne pourra s'opposer à une offre, quel qu'en soit l'auteur, dès lors que cette offre valorise les titres détenus par l'investisseur dans la société à un montant supérieur ou égal à 1.500.000. € si l'opération a lieu avant 5 ans, ou si l'opération en question permet, à l'investisseur, d'obtenir un TRI de 15 % au titre de la cession de ses titres si l'opération a lieu après 5 ans à compter de la date des présentes ».

A contrario, l'investisseur en capital n'est donc pas engagé si l'offre portant sur l'intégralité du capital aboutit à lui proposer un prix inférieur à 1,5 millions avant 5 ans, ou ne lui permet pas d'atteindre une rentabilité (TRI) de 15% sur son investissement initial au-delà de 5 ans.

Analyse de l'obligation de sortie conjointe au regard de l'article 1843-4 c. civ.

L'article 1843-4 c. civ. a vocation à s'appliquer aux cessions non spontanément consenties, prévues dans un dispositif légal contraignant, et selon l'évolution récente de la jurisprudence, statutaire ou extra-statutaire. Lorsque cet article est applicable à une telle cession, le caractère d'ordre public de la mission du tiers estimateur autorise à déjouer les méthodes d'évaluation du prix du transfert des droits sociaux que pourrait contenir ce dispositif.

L'obligation de sortie conjointe répond à une hypothèse de cession contrainte, son lien de parenté avec la clause d'exclusion et la promesse de vente ayant été souligné. *A priori*, on ne voit pas dès lors en quoi la demande de désignation du tiers estimateur pourrait être rejetée à l'occasion de la mise en œuvre d'une obligation de sortie conjointe, même si cette

dernière s'assimile davantage à un engagement de présentation des droits sociaux à la vente envers un tiers indéterminé qu'à une promesse de vente à personne dénommée.

Toutefois, une telle demande de désignation ne se conçoit que dans une seule hypothèse : la contestation émane de l'associé contraint de céder ses droits sociaux. Ce cas de figure s'entend si cet associé estime que le prix proposé par l'offrant, auquel il est obligé de présenter ses droits sociaux, est trop faible. Lorsque l'obligation de sortie conjointe est stipulée à un prix plancher, à l'image de la clause reproduite précédemment, on entend mal en revanche que la contestation puisse émaner de l'associé contraint de céder ses droits sociaux, puisque par hypothèse ses propres objectifs de rentabilité fixés dans la clause ont été atteints. De même, bien sûr, aucune contestation justifiant la demande de désignation du tiers estimateur ne pourrait émaner du cessionnaire, dans la mesure où aucune cession contrainte n'a jamais été prévue à son égard et que le prix auquel il décide d'acheter les droits sociaux est fixé par lui seul...

On le voit, l'intervention du tiers estimateur dans le cadre d'une obligation de sortie conjointe ne pourrait donc se concevoir qu'à la demande de l'associé obligé de céder ses droits sociaux, au cas où il contesterait la faiblesse du prix accepté par ses co-associés. Mais là encore, comme en matière de droit de sortie conjointe, le sens de la politique jurisprudentielle que nous prêtons à la Cour de cassation ne s'y retrouverait pas. Si la lecture que nous avons opérée de l'évolution de la jurisprudence rendue sur le fondement de l'article 1843-4 c. civ. est correcte, le recours au tiers estimateur aurait pour objectif de faire régner une police du prix dans les cessions de droits sociaux, dès lors que les modalités de détermination de ce prix aboutissent à conférer un profit illégitime à l'une des parties, traduisant ce faisant un refus d'assumer un risque financier d'associé. Comme en matière de droit de sortie conjointe abordé précédemment, on éprouvera une grande difficulté à discerner une telle logique à l'œuvre dans l'obligation de sortie conjointe. L'objectif de ce mécanisme n'est en effet que d'empêcher des associés minoritaires de s'opposer à une cession de l'intégralité de l'entreprise ; il n'est pas de permettre au cessionnaire, de surcroît totalement étranger au pacte d'associés, de tirer un profit illégitime d'une cession de droits sociaux.

c : Promesses de vente conditionnelles (clauses dites de « bad leaver » et de « neutral leaver »)

Economie des clauses de bad leaver et de neutral leaver

La clause dite de *bad leaver* joue le rôle d'une peine privée, au cas où un associé, dirigeant de la société et fréquemment fondateur de celle-ci, viendrait à ne plus exercer ses fonctions ou ne respecterait pas les stipulations du pacte d'associés. En de telles circonstances, les pactes d'associés prévoient l'obligation pour l'associé-dirigeant fautif de céder ses droits

sociaux. Les clauses de *bad leaver* s'analysent juridiquement comme des promesses de vente conditionnelles, dont le prix peut être gradué en fonction de la gravité du manquement reproché à l'associé – dirigeant et du moment où il intervient.

Exemple :

« Dans l'hypothèse d'une cessation de fonctions fautive ou d'une violation du pacte, le prix de cession par titre sera égal au plus petit entre (i) 80% de sa valeur nominale, et (ii) 80% du montant résultant de la formule suivante : 5 fois le montant de l'EBIT de la société diminué de la dette nette de la société et divisé par le nombre total de titres de la société. »

Exemple :

« En cas de démission d'un des fondateurs (pour toute autre raison qu'une incapacité de travail pour raison de santé ou départ en retraite) ou de licenciement, pour quelque motif que ce soit constituant une cause réelle et sérieuse de licenciement, d'un des fondateurs, le fondateur concerné s'engage à céder tous ses titres au profit des investisseurs, à première demande de leur part, aux conditions suivantes.

Les titres objets de la promesse de cession du fondateur au profit des investisseurs porteront sur un pourcentage de la participation dudit fondateur égal à :

- i. 75% lors de la première année suivant la date de signature du pacte à un prix égal à 40% de leur valeur marchande retenue pour l'augmentation de capital ayant permis l'entrée de l'investisseur dans la société ;*
- ii. 50% lors de la deuxième année suivant la date de signature du pacte à un prix égal à 60% de leur valeur marchande au jour de l'évènement considéré ;*
- iii. 25% lors de la troisième année suivant la date de signature du pacte à un prix égal à 80% de la valeur marchande au jour de l'évènement considéré*
- iv. 0% au-delà. »*

La philosophie de cette seconde clause consiste à permettre à l'investisseur d'acheter à un prix d'autant plus bas que la démission ou le licenciement interviennent tôt.

La clause dite de *neutral leaver* ne joue pas quant à elle ce rôle de peine privée ; elle emporte obligation pour l'associé – dirigeant de céder lorsque la cessation de ses fonctions n'est pas imputable à un comportement fautif de sa part. Dans cette mesure, les modalités de détermination du prix de la cession n'intègrent pas de décote punitive, mais ont pour objectif d'aboutir à un prix le plus proche possible de la valeur réelle des droits sociaux par renvoi à des méthodes d'évaluation usuelles.

Exemple :

« En cas de cessation de fonctions non fautive, le prix de cession par titre sera égal à 5 fois le montant de l'EBIT de la société diminué de la dette nette de la société et divisé par le nombre total de titres de la société »

Exemple :

« En cas de décès ou d'incapacité physique d'un fondateur, le fondateur concerné (ou ses ayant droits) s'engage(nt) à céder tous ses (leurs) titres à l'un des autres fondateurs et à défaut pour eux d'acquiescer lesdits titres aux investisseurs, à première demande de leur part, aux conditions suivantes.

Les titres objets de la promesse de cession porteront sur l'intégralité de la participation détenue par ledit fondateur et seront cédés à un prix fixé à dire d'expert qui agira en application de l'article 1592 du code civil, l'expert devant appliquer plusieurs méthodes, notamment la méthode de l'actif net réévalué et la méthode des transactions comparables. L'expert devra également prendre en compte la valorisation de la société lors de la dernière émission de titres ayant porté sur au moins 5% du capital social de la société, la situation du marché, la valorisation des projets de la société à la date à laquelle il statue et la situation financière de la société. »

Cette dernière clause est intéressante en ce qu'elle témoigne qu'en cas de cessation non fautive des fonctions de dirigeant par un associé fondateur, la promesse de vente bénéficie par priorité aux autres fondateurs, et non pas à l'investisseur. En revanche, nous n'avons pas trouvé dans les pactes soumis à notre analyse des clauses de *bad leaver*, comportant donc une décote punitive, qui ne bénéficierait pas à l'investisseur professionnel.

Analyse des clauses de *bad leaver* et *neutral leaver* au regard de l'article 1843-4 c. civ.

L'interprétation de l'évolution de la jurisprudence relative à l'article 1843-4 c. civ. nous a fait dire que le droit des promesses pouvait potentiellement s'en trouver profondément affecté,

en particulier lorsque l'utilité de la promesse réside dans l'écart entre la valeur réelle des droits sociaux et le prix de l'option. Nous pensons que les clauses de *bad leaver*, en ce qu'elles prévoient une décote punitive, sont particulièrement exposées à cette jurisprudence et à une remise en cause par l'estimation du tiers. L'idée serait de dire que l'associé – dirigeant, obligé de céder ses droits sociaux en raison de son comportement fautif, ne devrait pas pour autant être contraint de les brader... Cette décote, même si son rôle est d'inciter l'associé - dirigeant au respect du pacte, permettrait à l'investisseur de réaliser un profit illégitime, qui justifierait que la demande du débiteur de la promesse de voir désigné un tiers estimateur soit accueillie favorablement... L'objectif politique et institutionnel de la clause de *bad leaver* est assuré par l'éviction de l'associé – dirigeant fautif ; se suffisant à lui-même, cet objectif ne pourrait s'accompagner d'une sanction d'ordre financier consistant à faire profiter le bénéficiaire de la promesse d'une décote appliquée à un prix historique du titre¹⁵², dès lors que cette méthode de fixation peut aboutir à un prix inférieur à la valeur réelle des droits sociaux.

S'agissant des clauses de *neutral leaver*, elles échappent plus naturellement à l'emprise du tiers estimateur, du fait que leur objectif n'est pas punitif et qu'elles prévoient un transfert des droits sociaux à un prix tendant à correspondre à leur valeur réelle. On a pu cependant observer dans le dernier exemple de clause cité qu'elles pouvaient contenir une méthode d'évaluation des droits sociaux. Dans l'hypothèse où un tiers estimateur devrait être désigné sur le fondement de l'article 1843-4 c. civ., en cas de contestation émanant par exemple des ayant droits du fondateur décédé qui n'accepteraient pas le prix auquel la mise en œuvre de la clause aboutit¹⁵³, il pourrait s'émanciper d'une telle méthode. Mais le prix auquel il aboutirait serait vraisemblablement proche de celui auquel aboutit cette clauses de *neutral leaver*... C'est donc l'éventualité même qu'une contestation s'élève à l'occasion de la mise en œuvre d'une clause de *neutral leaver* qui est peu probable.

d : Promesse d'achat conditionnelle (droit de sortie unilatérale)

Economie du droit de sortie unilatérale

Dans les pactes soumis à la présente étude, de telles clauses apparaissent bien moins fréquemment que les clauses de *bad leaver*. Il s'agit d'une hypothèse souvent improprement qualifiée dans les pactes de « droit de retrait », reconnu au bénéfice des investisseurs. Juridiquement, il ne s'agit pas d'un droit de retrait, si ce n'est parce que la société n'est pas tenue de racheter les droit sociaux en vue de leur annulation. Il s'agit en réalité d'un mécanisme de promesse d'achat dont l'investisseur est le bénéficiaire, tandis que les autres

¹⁵² Par exemple, dans les clauses citées plus haut, il s'agit d'une décote appliquée à la valeur nominale de l'action, ou encore au prix auquel l'investisseur est rentré dans la société.

¹⁵³ Dans la clause citée à titre d'exemple, ce prix est fixé, selon une méthode préétablie, par un expert agissant conformément à l'article 1592 c. civ.

parties au pacte d'associés sont les promettants. Cette promesse est soumise à une condition, très générale, consistant en l'inexécution du pacte, voire à la cessation fautive ou volontaire des fonctions de direction exercées par un associé. Cette dernière condition rejoint celle abordée précédemment dans le cadre des clauses de *bad leaver*. Il est donc intéressant de noter que la faute ou la démission de l'associé – dirigeant, fréquemment fondateur de l'entreprise, peut offrir en pratique une alternative à l'investisseur : soit exiger que le fautif quitte la société en cédant ses droits, soit décider de quitter la société en imposant au fautif (ou aux autres associés, comme le montre l'exemple ci-après) d'acheter les droits sociaux de l'investisseur.

Exemple :

« En cas d'inexécution par le groupe majoritaire des engagements résultant des articles du pacte, ou encore si monsieur X ou monsieur Y venait à quitter volontairement (sont donc exclus les cas de décès, incapacité et révocation) leurs fonctions de dirigeant au sein de la société, l'investisseur pourra, s'il le souhaite, demander la mise en œuvre de son droit de retrait en informant le groupe majoritaire responsable de cette inexécution et ce, sans préjudice de toute action en responsabilité civile.

En conséquence, le groupe majoritaire responsable de cette inexécution s'oblige à acquérir ou faire acquérir par toute personne dont il se porte garant, la totalité des titres détenus par l'investisseur ».

La promesse d'achat conditionnelle bénéficiant à l'investisseur s'insère dans un contexte de faute commise par les autres associés, ou encore d'interruption volontaire de la relation d'entreprise convenue avec ces investisseurs. Il ne serait guère étonnant dans ce contexte d'observer des conditions de sortie punitive, consistant en une surcote de prix des droits sociaux faisant l'objet de la promesse. Étonnement, nous n'avons pu toutefois trouver de telles conditions financières de cession dans les pactes de notre panel. Au contraire, la clause en notre possession semble parfaitement respectueuse du principe de juste valeur des droits sociaux, et s'en remet expressément au tiers estimateur pour déterminer cette juste valeur.

Ainsi, la même clause que celle précédemment citée poursuit :

« Le prix de cession sera payable comptant et sera, à défaut d'accord entre les parties intéressées, fixé au minimum en retenant le prix d'entrée de l'investisseur dont les titres sont rachetés, majoré de 15% par an, cette majoration étant capitalisée. Le prix pourra néanmoins être fixé à dire d'expert conformément à l'article 1843-4 du Code civil,

à la demande de l'investisseur, au cas où il estimerait que le prix serait supérieur à cette valeur minimum.

De même, le prix pourra être fixé à dire d'expert conformément à l'article 1843-4 du Code civil, à la demande du groupe majoritaire, au cas où il estimerait que la valeur des titres serait inférieure à la valeur de sortie de l'investisseur ».

En raison du jeu de renvoi assez subtil à l'article 1843-4 c. civ., les conditions financières de sortie de l'investisseur contenues dans cette clause n'apparaissent pas punitives. En effet, dans un premier temps, l'investisseur pose un prix plancher sous lequel il n'est pas disposé à lever son option de vente : une majoration annuelle capitalisée de 15 % du prix d'entrée dans la société. Si l'investisseur devait estimer que la juste valeur de ses droits sociaux est supérieure à ce prix, il s'autorise à demander la désignation du tiers estimateur de l'article 1843-4 c. civ. En revanche, si le promettant devait estimer que le prix plancher est supérieur à la juste valeur des droits sociaux, c'est lui qui pourrait demander la désignation du tiers estimateur de l'article 1843-4 c. civ. Cette clause emprunte, selon-nous, tout à fait l'esprit du recours à l'article 1843-4 c. civ. : malgré les objectifs de rentabilité qui pourraient être posés dans une clause prévoyant la cession de droits sociaux, les parties s'en remettent à la fixation du juste prix par le tiers estimateur, désigné à la demande de la partie la plus diligente qui contesterait le prix de son obligation d'acquiescer ou de son droit de céder.

Analyse de la promesse d'achat conditionnelle au regard de l'article 1843-4 c. civ.

La question de l'application de l'article 1843-4 c. civ. à la promesse d'achat conditionnelle ne se pose réellement que dans l'hypothèse où elle serait stipulée de manière ferme, sans envisager le recours au tiers estimateur, et pour un prix surcoté par rapport à la valeur réelle des droits sociaux. Rappelons toutefois que nous n'avons pu isoler une telle clause dans les pactes soumis à notre étude.

Mutatis mutandis, pour justifier de l'application probable de l'article 1843-4 c. civ., on mènera ici une réflexion similaire à celle menée en matière de clause de *bad leaver*. L'idée serait de dire que les associés, contraints d'acquiescer les droits sociaux de l'investisseur en raison de leur inexécution fautive du pacte ou du départ volontaire des dirigeants, ne devraient pas pour autant être obligés pour un prix plus élevé que la valeur réelle des droits sociaux. Cette surcote, même si elle se comprend comme étant un outil de dissuasion à la violation des engagements pris par les associés, réaliserait au bénéfice de l'investisseur un profit illégitime, justifiant la désignation du tiers estimateur sur demande du débiteur de la promesse. L'objectif politique et institutionnel de la promesse d'achat conditionnelle serait préservé, en ce que l'investisseur ayant à subir l'inexécution fautive du pacte ou le départ volontaire des dirigeants disposerait d'une porte de sortie de la société ; se suffisant à lui-même, cet objectif ne pourrait s'accompagner d'un profit financier spécifique consistant en

une surcote appliquée à un prix historique du titre¹⁵⁴, dès lors que cette méthode de fixation peut aboutir à un prix supérieur à la valeur réelle des droits sociaux.

¹⁵⁴ Par exemple le prix d'entrée de l'investisseur.

2. Les cessions prévues au débouclage de l'investissement : la clause de liquidité

Economie de la clause de liquidité

Pour les raisons déjà explicitées, tous les pactes relevant du panel contiennent un dispositif relatif à la sortie de l'investisseur en capital une fois l'horizon d'investissement atteint. Les durées d'investissement des pactes en notre possession s'étalent de 3 à 6 années.

L'économie générale des dispositifs de sortie de l'investisseur au terme de son accompagnement en capital, qualifiés fréquemment de « clause de liquidité », est commune à tous les pactes. D'abord, est rappelé la durée d'investissement de l'investisseur, cette durée étant présentée comme partie intégrante de la décision d'investir. En voici un exemple :

« La prise de participation de l'investisseur financier au sein de la société est intervenue en considération notamment de la possibilité pour lui d'obtenir, à un horizon de quatre ans, une liquidité de son investissement. Les parties reconnaissent le caractère déterminant de cet objectif de liquidité, et s'engagent à permettre sa réalisation dans les meilleures conditions et feront leurs meilleurs efforts pour réaliser la sortie de l'investisseur financier dans ce délai ».

Parfois, cet objectif de liquidité rappelle également l'objectif de rentabilité de l'investisseur :

« L'investisseur s'inscrit dans une démarche de liquidité à horizon 3/5 ans dans des conditions lui permettant de réaliser une plus-value, étant entendu que son objectif est au minimum d'assurer un TRI annuel de 20% sur son investissement initial ».

Ensuite, un rendez-vous est prévu dans la clause de liquidité, ayant pour objet de convenir d'une solution de sortie prioritairement pour l'investisseur en capital, solution qui quelquefois est envisagée comme une alternative entre l'introduction en bourse offrant la liquidité nécessaire à la sortie de l'investisseur, et la recherche d'un acquéreur tiers ou associé. L'exemple suivant témoigne de cette alternative :

« A défaut pour les managers d'avoir pu organiser la liquidité de l'investisseur financier, les managers, les investisseurs privés et l'investisseur financier conviennent de se rencontrer à compter du mois de septembre 2015 à première demande des managers ou de l'investisseur financier, à l'effet de statuer sur les perspectives de la société et sur le sort de leur participation respective dans le capital de

la société et de rechercher toutes opportunités de liquidité pour l'investisseur financier notamment.

Les managers et l'investisseur financier disposeront d'un délai de 6 mois à compter de la réunion initiale pour décider soit de demander l'admission des titres de la société à la cote d'un marché financier réglementé ou régulé de NYSE Euronext soit de rechercher la vente à un tiers ou à une partie de la totalité des titres de la société. La décision de liquidité sera mise en œuvre au plus tard à compter du 1^{er} avril 2016 ».

A minima, tous les pactes soumis à notre analyse prévoient que la recherche d'un tiers acquéreur passe par le mandatement consensuel d'un intermédiaire (« banque d'affaires de premier ordre », « banque d'affaires ou tout autre intermédiaire qualifié », « banque d'affaires indépendante ») dont la mission est de centraliser les propositions d'acquisition de la totalité des droits sociaux de la société.

Cet objectif de reclassement de la totalité des droits sociaux s'accompagne, par cohérence, d'un engagement de la part de chaque associé de présenter ses titres à l'offre d'acquisition. En cela, le mécanisme de liquidité s'apparente à celui de l'obligation de sortie conjointe décrit plus haut : chaque associé s'engage à céder ses titres au cessionnaire se proposant d'acquérir l'intégralité du capital. Comme en matière d'obligation de sortie conjointe, on ne saurait assimiler cet engagement à une promesse de vente, malgré la qualification employée par certains pactes. Cet engagement ne confère en effet pas d'option d'achat à un cessionnaire dénommé, qui demeure de surcroît tiers au pacte fondant l'obligation de vendre. Du reste, le caractère irrévocable de cet engagement de présentation reste assez fréquemment subordonné à la qualité de non-concurrent du cessionnaire éventuel. Voici un exemple de clause de liquidité regroupant ces différents éléments :

« A défaut d'avoir obtenu une liquidité de l'investissement avant le 31 décembre 2014, les associés confieront à une banque d'affaires ou à tout autre intermédiaire qualifié, un mandat en vue d'une cession de la totalité des titres de la société. L'ensemble des parties s'engage à céder les titres qu'elles détiendront, étant toutefois précisé que dans l'hypothèse où l'offre émanerait d'une société exerçant une activité concurrente, le déclenchement de l'engagement de cession sera soumis à l'accord préalable du majoritaire ».

La parenté de la clause de liquidité avec la clause de sortie conjointe n'est toutefois pas totale. Le débiteur de cette dernière ne dispose pas en effet d'un droit de préemption, ce qui se comprend dans la mesure où l'exercice de ce droit impliquerait l'acquisition d'une

grande partie du capital¹⁵⁵, ce qui serait vraisemblablement en dehors des capacités financières et des objectifs du préempteur. La situation n'est pas la même dans les mécanismes de liquidité, ce qui explique que si la moitié des pactes en notre possession exclut expressément un droit de préemption au bénéfice des débiteurs de l'engagement de présentation, l'autre moitié le ménage expressément. Un tel droit de préemption répond à l'éventuel désir des associés, fréquemment les majoritaires, de demeurer dans l'entreprise et de continuer l'aventure sociétaire, tout en permettant à l'investisseur de quitter la société conformément à son horizon d'investissement. Les clauses reconnaissant un droit de préemption aux associés prévoient toujours un délai de mise en place d'un financement pour acheter les titres aux investisseurs, comme en témoigne la clause suivante :

« Le groupe majoritaire disposera d'un délai de 45 jours suivant la première présentation de la lettre de notification de la proposition pour notifier au président s'il souhaite exercer son droit de préemption ou s'il cède ses titres.

Dans le cas où le groupe majoritaire souhaite exercer son droit de préemption, il disposera d'un délai de 4 mois pour mettre en place un financement lui permettant de racheter les titres de la société, et ceci dans les mêmes conditions, notamment de prix et de règlement, que l'offre la plus favorable ».

Cette dernière clause aborde la question essentielle du prix auquel les cessions contraintes consécutives à la mise en œuvre de la clause de liquidité doivent intervenir. Dans tous les pactes relevant de notre panel, qu'il s'agisse de l'engagement de présentation des titres au cessionnaire, ou de la préemption exercée par les associés soucieux de rester dans la société, le prix correspond toujours à celui de l'offre émanant du cessionnaire. Selon les pactes, il s'agira du prix de l'offre « la plus favorable », ou du prix de l'offre acceptée par l'investisseur ; mais il est fortement probable que ces deux critères correspondent en réalité à la même offre... Voici un exemple mentionnant les conditions de prix auquel l'engagement de présentation doit s'exécuter :

« Si l'investisseur accepte une offre portant sur la totalité des titres de la société, chacune des autres parties ainsi qu'elle l'accepte et le promet, sera alors contrainte de céder tous les titres qu'elle détient à l'acquéreur potentiel, aux prix, termes et conditions fixées dans l'offre de l'acquéreur potentiel, sans pouvoir exercer son droit de préemption ».

¹⁵⁵ Rappelons en effet que l'obligation de sortie conjointe est un engagement conditionnel de présentation des droits sociaux à la vente ; la condition réside dans l'acceptation de l'offre d'acquisition de la totalité du capital par un pourcentage important d'associés. Dans l'exemple que nous citons, il s'agissait du seuil de 70% des associés.

Analyse de la clause de liquidité au regard de l'article 1843-4 c. civ.

L'intervention du tiers estimateur dans le cadre d'une clause de liquidité, telle que décrite ci-dessus, ne pourrait se concevoir qu'à la demande de l'associé obligé de céder ses droits sociaux, au cas où il contesterait la faiblesse du prix accepté par l'investisseur en capital à la faveur de l'offre faite par le tiers repreneur de l'intégralité du capital. En effet, seul cet associé est contraint de céder au prix négocié librement et spontanément entre le cessionnaire et l'investisseur en capital. Une contestation émanant de ces deux derniers ne s'envisage pas. En particulier, ne s'envisage pas la contestation de l'investisseur en capital tenu de céder ses droits sociaux, dans le cadre de l'exercice du droit de préemption par l'associé refusant de présenter ses titres au tiers offrant. Cette préemption s'opère en effet au prix librement et spontanément accepté par lui vis-à-vis du cessionnaire initialement envisagé.

Il semble toutefois nécessaire d'atténuer la solution autorisant l'associé contraint de présenter ses titres à solliciter la désignation d'un tiers estimateur. Notons d'abord qu'à l'image de la plupart des mécanismes décrits jusqu'à présent, le prix de cession correspond à celui offert à l'investisseur en capital, et non à un prix intégrant *ab initio* une décote par rapport à une valeur historique ou objective des droits sociaux. Une fois de plus, ce prix semble bien se rapprocher du juste prix que serait précisément censé faire émerger le tiers estimateur... En outre, à l'image de la clause de sortie conjointe, le sens de la politique jurisprudentielle que nous prêtons à la Cour de cassation ne s'y retrouverait pas si le tiers estimateur était autorisé à s'immiscer dans le prix de la clause de liquidité. Si la lecture que nous avons opérée de l'évolution de la jurisprudence rendue sur le fondement de l'article 1843-4 c. civ. est en effet correcte, le recours au tiers estimateur aurait pour objectif de faire régner une police du prix dans les cessions de droits sociaux, dès lors que les modalités de détermination de ce prix aboutissent à conférer un profit illégitime à l'une des parties, traduisant ce faisant un refus d'assumer un risque financier d'associé. Comme en matière d'obligation de sortie conjointe, on éprouvera une grande difficulté à discerner une telle logique à l'œuvre dans la clause de liquidité : l'objectif de ce mécanisme n'est en effet que d'empêcher des associés de s'opposer à la cession de l'entreprise ; il n'est pas de permettre au cessionnaire, de surcroît totalement étranger au pacte d'associé, de tirer un profit illégitime d'une cession de droits sociaux prévue par ce pacte.

On rajoutera enfin la spécificité de la clause de liquidité, qui tend à préserver un certain équilibre contractuelle dans la cession, ce qui l'éloigne encore davantage des raisons poussant selon nous la jurisprudence à autoriser une révision du prix à dire de tiers estimateur. En effet, lorsqu'une faculté de préemption est réservée à l'associé refusant de céder ses titres au tiers auteur de l'offre, l'équilibre de l'opération contractuelle s'en trouve renforcé. Un tel jeu d'engagement de présentation et de droit de préemption, tous deux s'exerçant au prix de l'offre la plus favorable ou de celle retenue par l'investisseur, aboutit à un mécanisme où la faiblesse du prix proposé peut se retourner à l'avantage de l'associé

préempteur. Une telle opération contractuelle se rapproche du mécanisme dit de *buy or sell*, qui d'ailleurs est présenté parfois comme un moyen de déboucler les opérations de capital investissement¹⁵⁶, mais que nous n'avons pas croisé dans les pactes soumis à notre analyse : un associé propose à un autre de céder ou d'acheter ses droits sociaux pour un certain prix ; en cas de refus de ce dernier, le premier est alors obligé de lui acheter ou de lui céder au même prix. L'équilibre contractuel est préservé en ce que le prix proposé se doit d'être raisonnable, sous peine de se retourner contre son auteur¹⁵⁷.

¹⁵⁶ AFIC, « Capital développement : le guide des solutions de sortie », 2007, p. 31 et s. ; disponible sur le site <http://www.afic.asso.fr>.

¹⁵⁷ Selon le document précité, spéc. p. 33 : « La philosophie de cette clause de Buy or Sell repose sur deux fondamentaux. En premier lieu, une issue certaine en termes de liquidité : une fois enclenchée, sa conclusion sera nécessairement la dissolution du partenariat, l'un des deux co-actionnaires rachetant les titres de l'autre. En second lieu, un équilibre des forces dans la négociation de nature à favoriser la discussion et le consensus ».

C/ BILAN DE LA PRATIQUE JURIDIQUE EN MATIERE DE CAPITAL INVESTISSEMENT : UNE PRATIQUE COOPERATIVE LE PLUS SOUVENT A L'ABRI D'UNE REMISE EN CAUSE PAR LE TIERS ESTIMATEUR

Un auteur, inquiet de la nouvelle hégémonie que reconnaît aujourd'hui la Cour de cassation au tiers estimateur dès lors qu'une partie conteste le prix d'une cession contrainte par une clause statutaire ou extra-statutaire, brandit le spectre de l'anéantissement de la plupart des clauses croisées précédemment dans des opérations de capital investissement :

« - les promesses de cession, d'achat, clauses de sortie conjointe, de cession forcée, de good et bad leavers, portage, bref l'ensemble des stipulations concernant les transferts de titres des pactes d'actionnaires sont désormais sans portée, le prix qu'elles prévoient étant toujours sujet à ce que le débiteur le conteste un jour afin de recourir à un expert de l'article 1843-4 qui le fixera en toute liberté. Ceci n'a bien sûr aucun sens, mais c'est malheureusement, il faut le reconnaître, une lecture possible de [la] jurisprudence¹⁵⁸ ».

Il est clair que la jurisprudence, lue et appliquée dans un sens strict, ferait peser sur les mécanismes de cession prévus en cours et au débouclage d'opérations de financement le risque d'une remise en cause profonde. Mais une telle lecture peut-elle seulement être systématisée ? Nous ne le pensons pas, car dans la mesure où le prix de ces cessions est le plus fréquemment issu d'une libre négociation avec un tiers au pacte d'associés, les contestations émanant du débiteur pourraient parfois être tenues pour illégitimes, précisément lorsque celui-ci a lui-même négocié ce prix. Rappelons pour mémoire les hypothèses dans lesquelles de telles contestations pourraient s'élever, de sorte à mieux pouvoir stigmatiser leur illégitimité :

- Clause de préemption : le cédant contesterait le prix de la préemption, considéré comme trop faible, et ce alors même que ce prix a été librement négocié concomitamment par lui-même avec un tiers...
- Droit de sortie conjointe : le droit de sortie conjointe étant inopposable au tiers cessionnaire, son efficacité dépend de la stipulation d'une promesse d'achat dont le cédant initial est débiteur en cas de refus du cessionnaire d'acquiescer les droits sociaux du créancier du droit de sortie. La contestation pourrait émaner du débiteur de la promesse, qui contesterait le caractère trop élevé du prix auquel s'exercerait ce

¹⁵⁸ Garnier (A.), « Détermination du prix dans les cessions de droits sociaux », *JCP E* 2013, n° 8, pp. 18-21, spéc. p. 19.

droit de sortie conjointe ; pourtant, ce prix est le même que celui librement et concomitamment négocié et accepté par lui...

La contestation élevée par le débiteur à l'occasion de la mise en œuvre de telles clauses souffrirait d'un déficit de légitimité, en ce qu'elle témoignerait d'une mauvaise foi flagrante. Le caractère non sérieux de la contestation, dans ces hypothèses, mériterait d'être tenu pour un motif de rejet de la demande de désignation du tiers estimateur. En effet, lorsque le texte de l'article 1843-4 c. civ. exige l'existence d'une « contestation », on doit supposer qu'il s'agit d'une contestation sérieuse et animée par la bonne foi du demandeur. Le contrôle du juge sollicité pour désigner le tiers estimateur devrait donc nécessairement s'étendre à l'appréciation du caractère sérieux de la demande, de la contestation. Certes, la Cour de cassation a rendu un arrêt le 15 mai 2012¹⁵⁹, qui laisse augurer les plus grandes difficultés pour contester la décision judiciaire accueillant cette demande. La Haute juridiction y rappelle d'abord dans un attendu de principe :

« - que la décision prise par le président du tribunal en application de [l'article 1843-4 c. civ.] est sans recours possible ; qu'il n'est dérogé à cette règle qu'en cas d'excès de pouvoir ».

Elle estime ensuite :

« - qu'à la supposer établie, l'inobservation par le président du tribunal des conditions d'application de l'article 1843-4 du code civil ne constitue pas un excès de pouvoir ».

Selon un auteur avisé, on ne peut en tirer la conclusion que ce faisant, la Cour de cassation dispenserait le juge d'apprécier la contestation sur laquelle s'appuie la demande de désignation du tiers estimateur :

« La jurisdictio du président lui commande naturellement de vérifier si l'opération concernée entre dans les cas « prévus » selon l'article 1843-4 et s'il y a contestation au sens où l'entend ce texte, autrement dit si sont réunies les conditions auxquelles est subordonnée la mise en œuvre du mécanisme d'évaluation qu'il organise. C'est sans surprise que la haute juridiction considère avec l'arrêt commenté que leur inobservation ne constitue pas un excès de pouvoir : c'est que le grief articulé contre l'ordonnance présidentielle relève souvent, et c'est bien le cas ici, de ce qui serait un mal jugé et non point un excès de pouvoir¹⁶⁰ ».

¹⁵⁹ Cass. com., 15 mai 2012, pourvoi n°11-17.866, *Gaz. Pal.* 2012, n° 223-224, pp. 29-30, note Zattara-Gros (A.-F.) ; Le Cannu (P.), « Le bunker de l'article 1843-4 résiste à l'excès de pouvoir », *Bull. Joly* 2012, n° 7, pp. 542-545.

¹⁶⁰ Moury (J.), « L'excès de pouvoir et le juge de l'article 1843-4 du code civil », *D.* 2012, n° 38, pp. 2573-2576, spéc. n°11.

Cette opinion est importante car elle démontre que le juge conserve une latitude d'appréciation pour « bien juger » la demande de désignation du tiers estimateur au regard des conditions de mise en œuvre de l'article 1843-4 c. civ. Parmi ces conditions, l'existence d'une contestation sérieuse, élevée de bonne foi, semble être une exigence minimum qui s'attache au contrôle judiciaire. Aussi, c'est là une vraie opportunité qu'il reviendrait à la Cour de cassation de saisir à l'occasion d'une décision future : exiger du juge compétent qu'il n'accueille que les contestations sérieuses et élevées de bonne foi au moment de la demande de désignation du tiers estimateur.

Une telle condition permettrait alors, selon nous, de rejeter la demande émanant du débiteur dans les mécanismes de préemption et de sortie conjointe tels que stipulés dans les pactes d'associé soumis à la présente étude et représentant les pratiques standards en matière de capital investissement.

En revanche, on doute que cette condition de sérieux et bonne foi qui s'attacherait à la demande de désignation du tiers estimateur empêche d'accueillir une demande faite à l'occasion de la mise en œuvre de clauses d'obligation de sortie conjointe et de liquidité, ou encore de promesses d'achat et de vente conditionnelle. En effet, on ne voit pas en quoi s'attacherait à de telles demandes, en de telles circonstances, un déficit de sérieux et de bonne foi. Là encore, une mise en situation s'impose :

- Clause d'obligation de sortie conjointe et clause de liquidité : la contestation pourrait émaner de l'associé contraint de céder ses droits sociaux au tiers se proposant d'acquérir la totalité du capital de la société, dans l'hypothèse où le prix proposé serait considéré comme trop bas. En l'occurrence, la légitimité de la contestation paraît solide, dans la mesure où le débiteur de l'engagement de céder les droits sociaux ne négocie ni n'accepte le prix de la transaction proposé spontanément par l'offrant. Notons toutefois que dans l'hypothèse où une clause de liquidité attribuerait un droit de préemption à l'associé tenu de présenter ses droits sociaux à la vente, la contestation du prix de cession deviendrait plus fragile, ce droit de préemption assurant, comme on l'a vu, un réel rééquilibrage de la clause de liquidité
- Promesses de vente et d'achat conditionnelles (clauses de *bad leaver*, de *neutral leaver*, droit de sortie unilatérale) : la contestation pourrait émaner du débiteur de la promesse tenu de céder ou d'acquérir pour un prix figurant à la clause, qui fréquemment intègre une décote objective à des fins de sanction du comportement de l'associé débiteur de la promesse de vente, voire une surcote objective au profit du créancier de la promesse d'achat.

Dans de tels mécanismes, la contestation que pourrait élever le débiteur serait recevable, dans la mesure où il est tenu par un prix qu'il ne peut plus librement accepter et négocier au moment de la cession. Cette circonstance marque une différence essentielle, au moment de la demande faite au juge, avec les clauses précédentes. Bien sûr, ce prix figure dans une

clause acceptée par le débiteur. Mais cette circonstance ne saurait aujourd'hui, comme il l'a été amplement expliqué précédemment, fonder le caractère non sérieux et partant illégitime de la contestation ; au contraire, tout l'enjeu de l'évolution de la jurisprudence actuelle rendue sur le fondement de l'article 1843-4 est de dépasser les prévisions contractuelles pour permettre à un tiers estimateur de déterminer la valeur réelle des droits sociaux dans le cadre de cessions prévues par une clause contractuelle. Est-ce à dire, dès lors, que les mécanismes de liquidité, d'obligation de sortie conjointe, mais également les promesses d'achat et de vente conditionnelles, telles qu'elles apparaissent dans la pratique courante de l'investissement en capital, sont aujourd'hui dans la plus grande précarité juridique ?

Si on attendra bien évidemment d'éventuelles précisions de la part de la Cour de cassation quant aux types de clauses concernées par l'intervention du tiers estimateur, on peut ceci étant s'employer à une prospective juridique fondée sur la philosophie profonde que nous lisons dans l'évolution de la jurisprudence. En effet, la Cour de cassation n'a certainement pas entendu élargir les cas d'ouverture du recours au tiers estimateur pour le seul plaisir de déjouer les prévisions contractuelles des parties. Si nous avons lu derrière la jurisprudence une quête du juste prix afin de réassigner à chaque associé son risque d'investissement, c'est bien parce que cet objectif nous semble le plus clairement correspondre à la conception que la Haute juridiction se fait d'une certaine morale capitaliste. C'est à l'aune de cette interprétation qu'il faut apprécier l'exposition des opérations de capital investissement à la remise en cause du tiers estimateur. Or, disons-le d'ores et déjà avec netteté : il ne semble pas que les clauses les plus couramment usitées en matière de capital investissement soient des cibles pour la « police du prix » que la Cour de cassation entend faire régner dans les conventions portant sur des cessions de droits sociaux.

Déjà, une haute fréquence de contestation ne se conçoit que difficilement, dans la mesure où le prix de la cession contrainte s'aligne le plus généralement sur celui d'une cession librement et spontanément conclue avec un tiers acquéreur. Or, cette dernière cession emporte bien fixation d'une valeur vénale des droits sociaux qui ne serait pas loin, si tant est qu'on postule la rationalité des acteurs à la transaction spontanément et librement acceptée, de constituer le juste prix... Cette circonstance, liée à la forte probabilité que ce prix de vente soit considéré par les gens d'affaires comme constituant la valeur réelle de titres, devrait rendre les contestations peu fréquentes en pratique.

Par ailleurs et surtout, si le sens des arrêts rendus par la Cour de cassation est bien d'affirmer que le risque doit être assumé par l'associé, alors le secteur du *private equity* est certainement largement à l'abri de l'immixtion du juge dans le contrat de cession de droits sociaux. Nous n'avons pas croisé de clause aux termes desquelles les investisseurs en capital refuseraient d'assumer leur risque d'associé, par le biais d'une garantie juridique de rentabilité de leur investissement au moment de leur sortie. De telles clauses pourraient par exemple consister en des promesses d'achat à prix plancher, conférant à l'investisseur en

capital une option de vente conforme à ses objectifs de rentabilité et exerçable à son horizon d'investissement. Lorsque l'association représentant les professionnels du secteur du *private equity* évoque l'hypothèse d'une telle option de vente au débouclage de l'investissement, elle précise qu'elle « n'est généralement pas assortie d'une condition de prix minimum¹⁶¹ ». A notre connaissance, pas plus d'un arrêt statuant sur une telle option assortie d'un prix garanti n'a été rendu par la Cour de cassation sur les cinq dernières années¹⁶². On ne saurait donc en faire le révélateur d'une pratique courante. Le refus de conclure des pactes extra-statutaires qui permettraient de garantir une rentabilité à l'investisseur en capital nous a du reste été confirmé à l'occasion de différents entretiens menés avec des professionnels du secteur¹⁶³. Cette « retenue » est d'autant plus révélatrice que la jurisprudence a pourtant depuis le milieu des années 2000 totalement validé ces promesses sur le terrain de la prohibition des stipulations léonines¹⁶⁴.

Face à la réticence des investisseurs en capital de se constituer des garanties contractuelles de rentabilité de leur investissement, et le panel de pactes d'associés en notre possession ne fait qu'en témoigner, il y a lieu de considérer et de souhaiter que le secteur du *private equity* se trouve aujourd'hui dans une large mesure préservé des effets de la jurisprudence relative à l'article 1843-4 c. civ. Les clauses de cession dans les pactes d'associés témoignent d'une volonté nette de coopération, aboutissant à lier le sort des investisseurs à celui des autres associés, et inversement. Les clauses de sortie conjointe et de préemption en sont l'illustration parfaite, tout autant que les clauses de liquidité qui régissent l'issue de l'opération de financement. A la marge, les clauses prêtant peut-être davantage le flanc à

¹⁶¹ « Cette option de vente permet au partenaire financier d'avoir la maîtrise du calendrier de sortie, ce qui, par définition, n'est pas le cas dans l'hypothèse d'une option d'achat au bénéfice de l'actionnaire entrepreneur. En revanche, l'exercice de cette option étant à la seule main du partenaire financier, elle n'est généralement pas assortie d'une condition de prix minimum. Cependant, il est important de rappeler qu'une telle option fait peser une lourde charge financière sur l'actionnaire entrepreneur car il prend l'engagement de racheter les titres détenus par son partenaire financier si celui-ci le lui demande. Pour avoir l'assurance de pouvoir exercer son option de vente et ainsi obtenir la liquidité de son investissement, le partenaire financier mettra donc en place des mécanismes de nature à sécuriser sa sortie et il s'attachera notamment à vérifier que l'actionnaire entrepreneur disposera à terme des ressources financières suffisantes pour pouvoir honorer sa promesse d'achat », *in* AFIC, « Capital développement : le guide des solutions de sortie », 2007, spéc. p. 30 et s. ; disponible sur le site <http://www.afic.asso.fr>.

¹⁶² Cass. com., 3 mars 2009, pourvoi n° 08-12.359, *Bull. Joly* 2009, n° 6, pp. 583-587, note F.-X. Lucas ; l'espèce mettait en prise les « dirigeants et fondateurs de la société Kilidis » et les « sociétés Idia participations, aux droits de laquelle v[enait] la société Crédit agricole capital investissement et finance, et Fontanot participations », ces derniers étant bénéficiaires d'« une promesse d'achat portant sur les actions souscrites [...] lors d'une augmentation du capital de la société Kilidis ».

¹⁶³ Cf. *infra*.

¹⁶⁴ A l'image de la décision précitée, dont la solution reprend la formulation désormais classique en la matière : « - les bénéficiaires des promesses litigieuses n'avaient consenti à souscrire à l'augmentation du capital qu'en contrepartie de l'engagement de rachat des actions pris par les promettants, dirigeants de la société Kilidis, membres du groupe majoritaire et titulaires avant cette augmentation du capital de 50 % de celui-ci, - que les promesses d'achat ne sont donc que la contrepartie du service financier qui leur a été rendu par la souscription des bénéficiaires à l'augmentation du capital et qu'ainsi lesdites promesses ont eu pour objet d'assurer l'équilibre des engagements en garantissant aux bénéficiaires, qui ont été avant tout dans cette opération des bailleurs de fonds, le remboursement de l'investissement auquel ils n'auraient pas consenti sans lesdites promesses, - la cour d'appel, qui a ainsi répondu aux conclusions dont elle était saisie, a retenu à bon droit, que les promesses d'achat d'actions litigieuses ne contrevenaient pas aux dispositions de l'article 1844-1 du code civil ».

une remise en cause par le tiers estimateur seraient les clauses intégrant des décotes punitives, les clauses de *bad leaver*. On imagine également que des promesses d'achat conditionnelles comprenant des surcotes de sortie, que nous n'avons cependant pas rencontré dans les pactes de notre panel, puissent être potentiellement remises en causes à dire de tiers estimateur.

Afin d'asseoir cette analyse, qui se veut rassurante à l'égard de l'activité de l'investissement en capital, on peut utilement solliciter les espèces ayant donné lieu aux principaux arrêts rendus par la Cour de cassation qui étendent la sphère d'intervention du tiers estimateur aux cessions prévues dans les statuts ou les pactes extra-statutaires. En particulier, les modalités de détermination du prix dans ces affaires achèveront de convaincre que les investisseurs en capital, s'ils s'en tiennent aux modalités prévues dans les pactes en notre possession, devraient disposer d'un véritable *safe harbor*. En effet, lorsque les juridictions ont admis, dans ces litiges, la désignation du tiers estimateur, les prévisions contractuelles anticipaient un prix qui pouvait s'écarter, objectivement et délibérément, de manière potentiellement très importante de la juste valeur des droits sociaux.

Nous n'avons pas d'information concernant la méthode de fixation de la valeur des droits sociaux objets de la promesse de vente dans l'arrêt rendu par la chambre commerciale de la Cour de cassation le 24 novembre 2009¹⁶⁵.

En revanche, l'espèce liée à l'arrêt rendu par la chambre commerciale de la Cour de cassation le 4 décembre 2012¹⁶⁶ enseigne qu'un écart conséquent existait entre la méthode prévue dans l'acte extra-statutaire fixant les conditions de prix de la promesse de vente et la fixation de la juste valeur consécutivement à la méthode retenue par le tiers estimateur. Selon l'arrêt rendu par la cour d'appel de Paris le 1^{er} avril 2010¹⁶⁷, un avenant du 19 décembre 2002 modifiait la clause de la « Charte des associés » intitulée « Prix des actions et parts objets des transactions éventuelles et des promesses de vente ». Les règles de calcul du prix étaient modifiées comme suit :

*« - le prix de l'action de la société COMPTAFRANCE HOLDING est égal à la valeur de la société COMPTAFRANCE HOLDING obtenue comme définie ci-après divisée par le nombre d'actions de la société COMPTAFRANCE HOLDING émises après l'affectation du résultat du dernier exercice clos avant la date de cession. *Actif net de la société COMPTAFRANCE HOLDING tel qu'il figure au dernier bilan clos avant la date de cession, corrigé de l'affectation du résultat du dernier exercice clos avant la date de cession ... *Augmenté de la plus value latente égale à la différence entre la valeur d'acquisition des actions*

¹⁶⁵ Cf. *supra*, cass. com., 24 novembre 2009, n° de pourvoi 08-21.369.

¹⁶⁶ Cf. *supra*., cass. com., 4 décembre 2012, n° de pourvoi 10-16.280.

¹⁶⁷ CA Paris, 1^{er} avril 2010, arrêt n° 09/05440, JurisData n° 2010-008588.

de la société COMPTAFRANCE ou des autres filiales et la valeur déterminée comme précisé ci-dessus »

Cette méthode correspond à l'actif net réévalué, ce que reconnaissent d'ailleurs sans réserve les bénéficiaires de la promesse querellée. Il s'agit d'une méthode patrimoniale, s'appuyant donc sur une photographie du patrimoine de la société à la clôture de l'exercice comptable précédant la cession, les éléments d'actif pris en compte étant évalués à leur valeur vénale, c'est-à-dire de marché, et non à leur valeur d'inscription au bilan.

Au contraire, le tiers estimateur, quant à lui, avait fait application d'une méthode d'évaluation du titre beaucoup plus financière, en intégrant les perspectives de rentabilité future de la société dans son évaluation. L'arrêt enseigne en effet qu'il avait fait application de la méthode légale figurant à l'article L. 3332-20 du Code du travail, c'est-à-dire applicable aux augmentations de capital réservées aux adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise¹⁶⁸. Selon ledit article, cette méthode correspond :

« - aux méthodes objectives retenues en matière d'évaluation d'actions en tenant compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la situation nette comptable, de la rentabilité et des perspectives d'activité de l'entreprise ».

Cette différence de méthode aboutissait, en l'espèce, à un écart de valorisation considérable, la juste valeur retenue par l'expert étant plus de deux fois supérieure à la valeur résultant de la clause extra-statutaire : 35,47 €/Action, contre 16,99 €/Action ! Face à un tel écart, l'objectif de la Cour de cassation tenant à ce que la cession contrainte ne soit pas l'occasion de réaliser un profit spécifique prend tout son sens : en omettant délibérément de prendre en compte les perspectives de rentabilité future de l'entreprise, la méthode d'évaluation contenue dans ce pacte extra-statutaire aboutissait à permettre une acquisition à la moitié de la valeur réelle des droits sociaux telle qu'établie par le tiers estimateur.

A l'occasion de l'affaire de la *Société civile des Mousquetaires*, ayant donné lieu aux arrêts du 5 mai 2009¹⁶⁹ et du 4 décembre 2012¹⁷⁰, la cour d'appel de Paris, dans sa décision rendue le 6 septembre 2011¹⁷¹, permet également d'apprécier l'écart potentiellement conséquent entre le prix de la vente intervenant consécutivement à la mise en œuvre de la clause statutaire d'exclusion, et la juste valeur des droits sociaux. Ce prix résultait d'une méthode de calcul assez étrange, légèrement teintée de potestativité en ce qu'elle conférait à l'assemblée générale le pouvoir de fixer tous les ans, unilatéralement, le prix de la cession. Certes, le gérant était tenu de proposer un prix apparemment plus objectif, mais l'assemblée

¹⁶⁸ Les actions objets de la cession litigieuse avaient en effet été acquises dans un tel cadre légal par le débiteur de la promesse.

¹⁶⁹ Cf. *supra*, cass. com., 5 mai 2009, n° de pourvoi 08-17.465.

¹⁷⁰ Cf. *supra*, cass. com., 4 décembre 2012, n° de pourvoi 11-26.520.

¹⁷¹ CA Paris, 6 septembre 2011, arrêt n° 10/21740, inédit.

générale n'était pas tenue de le suivre ; et même si elle suivait cette proposition, celle-ci était peu généreuse... :

« - chaque année, au moment de la réunion de l'assemblée générale annuelle, la gérance proposera à l'assemblée générale une valeur de souscription des parts de la SCM qui pourra également être retenue par l'assemblée générale conformément à l'article 16-4 des statuts comme la valeur de remboursement des parts des associés démissionnaires ou exclus ; que celle-ci sera celle de l'année d'avant, majorée d'un pourcentage représentant une plus-value de 10 % d'inflation ; [...] toutefois cette majoration n'interviendra que dans la mesure où le résultat net consolidé d'ITM Entreprises et de ses filiales sera au moins égal, en valeur absolue, à l'augmentation des parts qui résulterait de l'application de la formule ci-dessus ».

En l'espèce, une contestation émana de l'associé exclu, qui devait voir sa demande de désignation d'un tiers estimateur accueillie avec faveur par les juges du fond. *In fine*, alors que la mise en œuvre de la clause aboutissait à proposer à l'exclu un prix de 22.645,80 € par part, le tiers estimateur devait apprécier la juste valeur de ces mêmes parts à 33.028,95 €. Il est surtout très intéressant d'observer avec quel soin les juges du fond apprécient le rapport du tiers estimateur, et l'approuvent pleinement d'avoir sollicité les méthodes d'évaluation concourant à la juste valeur des droits sociaux¹⁷² :

« [L'expert] a exposé (page 8, paragraphe 3) la position de la SCM qui entendait voir appliquer la méthode prévue par les statuts et le règlement intérieur et refusait la fixation d'une valeur financière des parts, - il a décrit l'objet et l'activité de la SCM, précisé le mode de valorisation prévu par les statuts et le règlement intérieur, fait référence à la jurisprudence de la cour de cassation relative à l'article 1843-4 du code civil qui prévoit que la valeur des titres doit être déterminée en combinant la valeur mathématique avec la méthode par comparaison, la méthode par le rendement des titres, l'analyse des récentes transactions ; - il a commenté différentes décisions judiciaires, et rappelé qu'il n'était pas tenu par les clauses statutaires et avait toute latitude pour déterminer la valeur des titres selon les critères qu'il jugeait opportun, - il a examiné les hypothèses retenues dans les méthodes de valorisation (page 14 paragraphe D5.2), a précisé que les "évaluations présentées par la SCM s'appuient sur les dispositions statutaires et ne peuvent être retenues, compte tenu de la jurisprudence actuelle de la cour de cassation qui prévoit une évaluation à la valeur vénale" et que la référence au marché boursier,

¹⁷² Ci-après, dans la citation, nous soulignons les passages que nous tenons pour essentiels.

déniée par la SCM "n'est pas un obstacle pour valoriser une société non cotée quitte à pondérer les estimations obtenues pour absence de liquidité des titres", - il a déterminé la valeur des parts sociales, par trois méthodes, une approche par la valeur mathématique réévaluée (actif net réévalué), une approche par la rentabilité (PER boursier), une approche par la méthode Price to Book et les a combinées, en affectant chacune d'un coefficient et en appliquant des abattements ; contrairement à ce qu'ont affirmé les premiers juges et à ce que soutient l'intimée, l'expert, qui a rappelé le cadre de sa mission et les dispositions impératives de l'article 1843-4 du code civil, a mentionné la position de la SCM, pris le soin d'examiner la méthode de valorisation retenue par les statuts et le règlement intérieur, l'a écartée en relevant que les directives des parties ne permettaient pas la juste évaluation des droits du cédant, a expliqué et justifié sa méthodologie ; Qu'en conséquence, aucune erreur grossière, seule susceptible de remettre en cause l'évaluation des parts sociales, n'est démontrée ».

Ces deux exemples, qui il faut le rappeler constituent les espèces d'arrêts principaux de la jurisprudence de la Cour de cassation rendue sur le fondement de l'article 1843-4 c. civ., témoignent d'une réelle volonté de certains associés de se soustraire à la valeur réelle des droits sociaux, en écartant en l'occurrence les perspectives de rentabilité de l'entreprise. De la sorte, les dispositifs contractuels en cause leur permettent de tirer un profit personnel spécifique qui s'écarte de celui résultant de l'appréciation objective de la performance passée et future de l'entreprise. Lorsque les juges autorisent dans ces circonstances l'immixtion du tiers estimateur, il s'agit d'un moyen de rappeler l'associé à une nécessaire humilité face à l'évolution, aléatoire, de la valeur des droits sociaux ; c'est précisément le sens global et profond que nous prêtons à la jurisprudence rendue depuis maintenant presque cinq ans sur le fondement de l'article 1843-4 c. civ. Cette humilité par rapport à la valeur objective des droits sociaux innervent les pactes soumis à l'analyse dans la présente étude. De la sorte, les clauses usuelles de cession dans les pactes d'associés accompagnant les opérations de *private equity* ne semblent pas particulièrement exposées à une remise en cause par le tiers estimateur. La volonté des investisseurs en capital d'assumer leur risque financier d'associé, telle qu'elle ressort de leur pratique contractuelle, s'observe également dans les entretiens menés avec eux.

CHAPITRE 3

L'OPINION DES PROFESSIONNELS DE L'INVESTISSEMENT EN CAPITAL SUR LEUR PROPRE RELATION AU RISQUE

Il est rapidement apparu essentiel, dans le cadre de la présente étude, de laisser la parole aux professionnels du secteur du *private equity*, de sorte à ce qu'ils livrent leur 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 portant sur les points essentiels de la perception par les investisseurs de leurs pratiques (A).

A partir des résultats de cette démarche empirique, un bilan de l'appréhension par les fonds professionnels de leur relation au risque d'associé pourra être dégagé (B).

A/ DONNEES COLLECTEES

La collecte de données s'est appuyée sur des entretiens, eux-mêmes menés à partir de questionnaires soumis aux investisseurs. Un principe de transparence commande toutefois de préciser que deux questionnaires avaient été initialement élaborés pour les besoins de l'étude. Le premier à destination des investisseurs en capital ; le second à destination des entrepreneurs accompagnés en haut de bilan. Ce second questionnaire n'a pu être exploité en raison, d'une part, du déficit d'intérêt témoigné par les chefs d'entreprise à l'égard de la présente recherche, et d'autre part, du non aboutissement de la relation entamée avec un représentant de la chambre de commerce de Lille. Toutefois, l'essentiel est tout de même préservé, en ce qu'il était prioritairement utile de recueillir les témoignages des professionnels de l'investissement en capital, tant l'enjeu central du projet est d'apprécier dans quelle mesure leur pratique est susceptible d'être atteinte par le renouveau jurisprudentiel affectant l'article 1843-4 c. civ.

Les 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 (TRI) ;
- 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 de l'expertise indépendante ;
- La perception par les fonds d'investissement de leur qualité et de leur rôle d'associé.

En annexe du présent rapport, figure la réponse intégrale de l'Association Française des Investisseurs pour la Croissance, qui a vocation à constituer la position officielle des représentants de la profession. Mais la présente démarche empirique s'est également appuyée sur des entretiens directs avec les représentants d'investisseurs. Le profil de ces derniers est très diversifié, de sorte que les données recueillies reflètent un large éventail de vues :

- Le secrétaire général d'une société de gestion (fonds commun de placement) à vocation nationale avec un fort actionariat 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 actionariat 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 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 flottant est faible.

Plusieurs questions ne sont pas reprises dans le présent rapport, dans la mesure où une majorité de répondants n'ont pas émis d'opinion à leur égard¹⁷³.

Questions n'ayant majoritairement pas donné lieu à opinion de la part des répondants :

Question n° 6 : En France, la pratique des acteurs "français" du capital investissement diffère-t-elle de celle des acteurs étrangers, en particulier s'agissant des attentes de rentabilité, des instruments de liquidité et de la relation entretenue par l'investisseur avec le chef d'entreprise ? Détaillez, le cas échéant, les points saillants de divergence.

Question n° 7 : La formalisation juridique de vos relations avec la société et les autres associés est-elle externalisée ? Pensez-vous que le droit, mis à part le droit fiscal, est susceptible de vous apporter des avantages concurrentiels sur le secteur d'activité de l'investissement en capital ?

Question n° 8 : Si vous deviez évaluer la qualité / performance du droit français des sociétés et du droit français des obligations, à l'aune de votre secteur d'activité, vous l'estimeriez :

- Optimale
- Bonne
- Moyenne
- Faible

Explication éventuelle :

¹⁷³ Nous renvoyons toutefois aux réponses figurant en annexe dans la position officielle engageant la seule Association Française des Investisseurs pour la Croissance.

La présentation des données recueillies s'organise ci-après en fonction de grands items correspondant à chaque question posée. Aussi, sont abordés successivement :

1. L'exposition au risque en tant que critère de distinction de l'associé et du créancier
2. L'existence d'attentes de rentabilité et leurs critères de fixation
3. La formalisation juridique des attentes de rentabilité
4. L'importance de la liquidité de l'investissement et son anticipation par l'investisseur
5. Le recours aux promesses unilatérales d'achat à prix plancher
6. L'utilité de l'intervention du juge dans la détermination du prix de sortie de l'investisseur en capital
7. La notion de juste prix de sortie pour un investisseur en capital
8. Le capital investissement en tant qu'alternative à l'absence de concours bancaires

1. L'exposition au risque en tant que critère de distinction de l'associé et du créancier

Question n° 1 :

*Quelle différence faites-vous entre un associé, apporteur en haut de bilan, et un créancier, prêteur en bas de bilan, au regard de l'acceptation du risque d'investissement ?
Autrement formulé, le degré d'acceptation du risque de perte est-il, selon-vous, un critère pertinent de distinction entre l'associé et le créancier ?*

A la question de savoir si le critère d'exposition au risque de perte sur investissement est pertinent pour distinguer l'associé du créancier, il ressort clairement que les investisseurs interrogés l'estiment tout à fait pertinent. Selon l'AFIC, « l'acceptation totale du risque de perte est l'un des critères essentiels pour les acteurs et pour la société qui va chercher le financement [en capital investissement] ».

Les investisseurs interrogés restent très attachés à la répartition classique des risques entre les intervenants en haut de bilan et bas de bilan, ce critère étant même tenu pour fondamental dans une économie capitaliste : à l'associé reviennent des profits potentiellement illimités car il est le preneur de risque ultime ; à la banque reviennent des profits limités car son aversion au risque est plus grande. Il ressort des entretiens menés que les acteurs du secteur du *private equity* se sentent pleinement appartenir à la catégorie d'associé, et non à celle de prêteur de deniers, en ce qu'ils assument de manière bien plus importante le risque d'échec des projets de l'entreprise.

Pour une personne interrogée, cette acceptation du risque implique, « évidemment », une absence de constitution de garantie sur le patrimoine de l'entrepreneur (pas de caution personnelle du dirigeant), et bien sûr l'absence de nantissement de fonds de commerce ou de stipulation d'un quelconque rang de priorité par rapport à des créanciers classiques. Le droit des sûretés apparaît à ce répondant inconciliable avec le statut de preneur de risque. L'associé ne devrait pas par principe prendre des garanties vis-à-vis de la société ou des associés visant à minimiser ses pertes, *a fortiori* concourant à lui servir une rentabilité certaine. La garantie de rentabilité est l'affaire personnelle de l'investisseur et est étrangère à ses relations avec la société ou les autres associés ; s'agissant spécifiquement du *private equity*, un répondant estime que si l'investisseur en capital souhaitait effectivement limiter son risque, il devrait alors naturellement se tourner vers des garanties proposées par OSEO.

2. L'existence d'attentes de rentabilité et leurs critères de fixation

Question n° 2 :

Avez-vous des attentes de rentabilité vis-à-vis des sociétés dans lesquels vous investissez en haut de bilan ?

Si oui, en fonction de quels critères ces attentes de rentabilité sont-elles fixées ?

Les investisseurs s'étonnent qu'on puisse leur demander s'ils en manifestent. Il leur apparaît évident d'attendre une rentabilité de leur investissement, si ce n'est parce que les capitaux alloués proviennent de souscripteurs de parts de fonds (type FCPR) ou d'associés de structures d'investissement (type société de capital risque).

Les taux de rentabilité attendus par les investisseurs en capitaux sont en réalité ceux des souscripteurs et actionnaires des structures d'investissement elles-mêmes (banques, assurances, caisse de dépôts et consignation, particuliers...); on peut évaluer ces attentes, actuellement, à environ 10 à 12 % annuel en moyenne (mais d'importantes disparités demeurent par secteurs et types d'investissement). L'attrait de l'investissement en capital réside précisément dans un couple risque / rendement maximal, auquel il faut ajouter l'aspect très concurrentiel du secteur qui aboutit à ce que les meilleures rentabilités soient un gage majeur de pérennité des acteurs sur le marché.

L'attente de rentabilité est à ce point incontournable dans le secteur de l'investissement en capital qu'un grand principe le gouverne : selon un répondant, la profession s'accorderait à considérer qu'un bon investissement est celui qui aboutit à « fois deux en cinq ans, soit 15% l'an ». D'ailleurs, un autre répondant évalue les objectifs de rentabilité attendus de son entreprise d'investissement autour de 13 à 15 % annuels, et résume ainsi la chose : « Fois deux sur une participation, on est content ». Il tient ceci étant à préciser que ces attentes de rentabilité compensent le taux d'échec d'autres opérations, et qu'il faut donc toujours relativiser les performances réalisées sur un investissement.

Selon un répondant, aucun scrupule ne doit intervenir si la rentabilité est bien supérieure à celle escomptée initialement ; les récompenses au profit des autres associés et surtout des dirigeants rétablissent très largement ce qui pourrait sembler constituer un déséquilibre. Notons d'ailleurs qu'un représentant de fonds assume une rentabilité moyenne sur certaines opérations de financement en haut de bilan de 30 % annuelle...

3. La formalisation juridique des attentes de rentabilité

Question n° 3 :

Comment ces attentes de rentabilité sont-elles formalisées juridiquement (prix de sortie garantie, mécanismes de ratchet...), et quelle utilité prêterez-vous aux valeurs mobilières composées (type OCA, ORA, OCEANE...) ?

Péremptoire, l'AFIC estime que « le prix de sortie garanti ne concerne pas le capital investissement », et qu'il « n'y a jamais de rentabilité exigée ». La notion de contractualisation du TRI (taux de rentabilité interne) peine à trouver échos dans l'esprit des répondants : le TRI ne pourrait figurer dans des pactes d'associés qu'en tant que taux d'indexation. A ce dernier titre, un interlocuteur envisage une contractualisation d'un TRI servant de base à la mise en œuvre d'une « clause d'arrosage », c'est-à-dire d'un mécanisme de *ratchet* (dilution ou relution dans le capital en fonction de la valeur des droits sociaux, permettant d'atteindre la valeur de TRI contractualisée). Il y a tout lieu de penser que ce mécanisme de *ratchet* soit servi par des actions de préférence convertibles, même si nous n'avons pu obtenir de confirmation sur ce point.

Un des répondants estime qu'il ne peut exister de « formule » dans les pactes d'associés concourant à fixer la rentabilité de l'investissement. Cependant, les titres donnant accès au capital peuvent contribuer à cet objectif : des obligations convertibles sont émises, l'exercice de la conversion étant subordonné à la performance de l'entreprise, de sorte que plus l'entreprise est performante, plus le taux de conversion est faible. Cette modulation de la parité de conversion s'articule autour d'une performance attendue de la part de l'investisseur. Une telle technique apparaît donc comme une forme de contractualisation d'un TRI, qui n'affecte certes pas le volet participation en capital de l'investisseur, mais seulement les obligations convertibles souscrites par lui. Les obligations convertibles sont donc utilisées comme des « mécanismes d'ajustement de la valeur récupérée par l'investisseur ». Il ne nous semble pas que l'AFIC dise autre chose lorsqu'elle énonce que « cet outil [i.e. les obligations convertibles] permet le réglage de l'allocation des gains futurs attendus et de créer entre l'instrument hybride et le capital deux niveaux (voire plus) de structure risque/rendement ».

Un autre interlocuteur ayant en grande partie exercé sa carrière dans des sociétés de capital risque déclare ne pas formaliser juridiquement de TRI, et recourir à des valeurs mobilières composées de type obligations convertibles en actions notamment à titre d'instruments de « récompense du management » qui a contribué à la création de valeur. Plus précisément, plusieurs tranches d'OCA subordonnées à la performance de l'entreprise sont émises, les tranches les plus hautes (i.e. avec un taux de convertibilité faible en raison d'une grande performance de la société) étant dévolues au chef d'entreprise sous forme de cession de créance.

4. L'importance de la liquidité de l'investissement et son anticipation par l'investisseur

Question n° 4 :

La liquidité de l'investissement conditionne-t-elle, ab initio, la décision d'accompagner une entreprise ? Comment vous efforcez-vous d'anticiper la liquidité de votre investissement ?

Il ressort des entretiens menés que la préoccupation de liquidité est forte chez les investisseurs en capital, qui se perçoivent comme des associés temporaires. Ainsi, pour l'AIFC : « Il convient de souligner que les acteurs du capital investissement sont des investisseurs du moyen-long terme ».

La liquidité de l'investissement est dans tous les cas un critère déterminant dans la décision d'accompagner une société en haut de bilan, mais qui ne s'anticipe pas avec certitude. Toujours selon l'AIFC : « L'absence de liquidité des titres est un risque pris et assumé dès le début de l'investissement quelle que soit l'entreprise ».

La liquidité s'organise de manière différente selon la nature des fonds investis. La réglementation impose ainsi une durée de vie limitée pour les FCPR. La liquidité de l'investissement pour de tels supports correspond alors à une obligation juridique, ce qui expliquerait selon un répondant un plus grand court-termisme chez ce type d'investisseur. De même, un autre interlocuteur estime que « la liquidité est parfois difficilement anticipée, mais on peut davantage se le permettre en SCR qu'en FCPR ».

Parmi les personnes interrogées, aucune n'évoque le recours aux promesses extra-statutaires pour organiser la liquidité de leur investissement. Essentiellement, la solution de sortie idéale pour l'investisseur en capital consiste à prospecter chez tout cessionnaire éventuel, y compris et sans que cela ne gêne les répondants, chez des concurrents de la société accompagnée en haut de bilan... A ce dernier titre, les plupart des gestionnaires de fonds admettent que le réseau d'affaires est une composante clé pour favoriser la liquidité d'un portefeuille d'investissement.

Cet élément de réponse est intéressant car il tend à démontrer que l'investissement en capital est perçu par ses acteurs comme un outil de financement de la croissance de l'entreprise, mis davantage au service de cette dernière qu'à celui de ses associés majoritaires et souvent fondateurs. De fait, l'objectif de l'investisseur n'est pas d'assurer aux majoritaires et/ou fondateurs de conserver leur entreprise au débouclage de l'opération d'investissement. Ont d'ailleurs été clairement identifiés dans les pactes précédemment étudiés des mécanismes de promesse contenus au sein des clauses de liquidité. Ces promesses obligent les majoritaires et / ou fondateurs à sortir si un candidat au rachat de l'entreprise se présente. L'AIFC assume ce sens profond de l'investissement en capital : « Dans la plupart des cas, il ne s'agit pas de céder la seule participation détenue par le

capital-investisseur. L'investissement a pour vocation d'aider la Société à se développer et à croître suffisamment pour qu'elle puisse intéresser soit un acteur industriel qui acquerra 100% du capital, soit les marchés financiers qui accueilleront favorablement une introduction en bourse ». Notons toutefois, pour tempérer l'analyse, que fréquemment, comme on l'a vu, l'engagement des associés de céder leurs droits sociaux en débouclage d'opération est subordonné à la qualité de non-concurrent du cessionnaire éventuel. De la sorte, un vrai risque demeure dans cette hypothèse où seul un concurrent se proposerait de racheter l'entreprise, que l'investisseur en capital ne puisse trouver de solution de sortie. La clause de *buy or sell* prouvera alors dans une telle hypothèse toute son utilité¹⁷⁴...

¹⁷⁴ L'investisseur propose au majoritaire d'acquérir ses titres pour un certain prix ; à défaut pour le majoritaire de consentir à vendre, il s'oblige à acheter au même prix les titres de l'investisseur. Pour qu'un tel mécanisme puisse utilement ouvrir à l'investisseur sa porte de sortie, le prix proposé initialement par lui se devrait d'être suffisamment bas ; c'est le sacrifice nécessaire que doit faire l'investisseur pour s'offrir la liquidité de sa participation.

5. Le recours aux promesses unilatérales d'achat à prix plancher

Question n° 5 :

Les promesses d'achat à prix plancher sont-elles un instrument rare, courant, ou fréquent d'organisation de la liquidité et de la rentabilité de votre investissement ? Pourquoi ?

Les personnes interrogées déclarent ne jamais recourir aux promesses d'achat à prix plancher pour organiser à la fois la liquidité et la rentabilité de leur investissement. De tels mécanismes sont considérés par un des interlocuteurs comme particulièrement « violents » ; ils ne correspondent pas plus à la « philosophie » qu'à l'« essence » de l'investissement en capital. L'argument avancé repose sur l'esprit de coopération, l'« *affectio societatis* » pour reprendre une expression plusieurs fois entendue, qui doit gouverner les relations entre associés, et auquel les mécanismes de liquidité et de rentabilité garantie se révèlent par trop attentatoires.

Pour l'AFIC, de telles promesse « ne correspondent pas à l'idée de prise de risque », mais également, « il n'existe pas de contrepartie pour ce type de promesse ». Cet argument consiste à attirer l'attention sur la très incertaine, voire improbable solvabilité de l'associé majoritaire, fréquemment dirigeant et / ou fondateur, qui serait débiteur d'une promesse d'achat à prix plancher de la participation de l'investisseur.

Au cours des entretiens, a été soumise à la réaction des interlocuteurs la décision rendue par la Cour de cassation le 3 mars 2009¹⁷⁵, réaffirmant la validité d'une promesse d'achat à prix plancher bénéficiant en l'espèce à une filiale *private equity* d'une grande banque française. Quelques interlocuteurs ne se sont pas prononcés, estimant qu'une prise de position sur cet arrêt nécessitait de « connaître le dossier ». Au vu de cette décision, un d'entre eux admet cependant que la question de la légitimité de telles promesses est complexe. Selon lui, dans la mesure où l'investisseur et le chef d'entreprise ont contracté sciemment un engagement, qui de surcroît ne lèse pas les intérêts des tiers, il n'y aurait pas lieu de le remettre en cause, y compris s'il conduit à garantir la liquidité et la rentabilité de l'investissement en capital. Toutefois, ce même interlocuteur admet qu'un tel cas d'espèce crée un réel problème en termes de « morale » des affaires, car « quand on est actionnaire, il faut prendre ses responsabilités ». Sans prendre davantage partie sur la question, il considère que le droit serait dans son rôle s'il décidait de prendre position sur ce genre de situation, y compris en limitant la liberté qu'ont les associés d'organiser de telles modalités de cession des droits sociaux.

¹⁷⁵ Cf. *supra*. Rappelons que l'espèce mettait en prise les « dirigeants et fondateurs de la société Kilidis » et les « sociétés Idia participations, aux droits de laquelle v[ena]it la société Crédit agricole capital investissement et finance, et Fontanot participations », ces derniers étant bénéficiaires d'« une promesse d'achat portant sur les actions souscrites [...] lors d'une augmentation du capital de la société Kilidis »

6. L'utilité de l'intervention du juge dans la détermination du prix de sortie de l'investisseur en capital

Question n° 9 :

L'application de l'article 1843-4 du Code civil français (i.e. désignation judiciaire d'un expert indépendant chargé de la détermination du prix de cession des droits sociaux) a-t-elle déjà remis en cause les attentes de rentabilité que vous auriez pu juridiquement formaliser ?

Question n° 10 :

Une immixtion du juge dans la détermination du prix de sortie de l'investisseur en capital est-elle, selon-vous, susceptible de freiner le secteur de l'investissement en capital ?

La position de l'AFIC sur cette question résume tout à fait la perception globale que nos interlocuteurs ont de la demande d'immixtion du juge dans le contrat : « Une fois de plus, les recours à l'article 1843-4 du code civil s'inscrivent dans un chantage de faible au fort ou des tentatives de s'exonérer des obligations établies *ab initio* ». Après lui avoir rappelé l'évolution actuelle de la jurisprudence rendue sur le fondement de l'article 1843-4 c. civ., un répondant estime que le droit démontre sa tendance « dogmatique lorsqu'il s'éloigne de l'économie » ; un autre, plus radical, évoque la tendance « communiste » de la jurisprudence française rendue sur le fondement de l'article 1843-4 c. civ.

Un des interlocuteurs estime que l'intervention du juge dans la détermination du prix de sortie d'un associé n'est jamais souhaitable, en ce qu'elle marque une « situation d'échec » de la collaboration entre l'investisseur et le chef d'entreprise. De manière intéressante, il prévoit toutefois qu'une telle immixtion deviendra de plus en plus fréquente, tant la notion d'actionnaire se « banalise » au profit de celle de « financier » et au détriment de « *l'affectio societatis* ». Les appels de fonds lancés par les chefs d'entreprise et les sélections d'investisseurs en fonction d'un « mieux disant financier » s'opèrent au détriment du projet d'accompagnement économique et stratégique des entreprises. Le risque est de percevoir l'investisseur en capital non pas comme un associé à part entière, vis-à-vis duquel *l'affectio societatis* impliquerait une communauté d'intérêts et un partage du meilleur et du pire de la performance, mais un bailleur de fonds toujours trop exigeant alors qu'il ne contribue pas à la création de valeur.

Il ressort nettement des entretiens que les gestionnaires de fonds demeurent très attachés à la dimension contractuelle de leur investissement, et donc à la force obligatoire des engagements pris par le chef d'entreprise et qui pourraient faciliter leur sortie du capital (clause de sortie conjointe et clause de liquidité). D'où un très grand scepticisme de leur part concernant l'intervention du juge et du tiers estimateur dans les relations contractuelles entre associés, même s'agissant de la fixation de la valeur de cession des droits sociaux

lorsqu'une promesse d'achat aurait pu être signée. Une justification plusieurs fois apportée à ce fort attachement au contrat est la qualité de « personne avertie » du chef d'entreprise, qui ne saurait donc être perçu comme une sorte de partie faible au contrat. Le danger de faire du chef d'entreprise un consommateur néophyte de financement face à des professionnels de l'investissement en capital a été souligné. A plusieurs reprises, est ressortie cette idée consistant à considérer que la partie forte au contrat d'investissement en capital n'est pas forcément l'investisseur, mais au contraire le chef d'entreprise qui maîtrise grandement le processus et les déterminants de la création de valeur.

7. La notion de juste prix de sortie pour un investisseur en capital

Question n° 11 :

Selon-vous, qu'est-ce qu'un juste prix de sortie de l'investisseur en capital ?

La notion de juste prix de sortie a fait l'objet d'un assez large consensus chez les personnes interrogées. D'abord, un juste prix, selon un des interlocuteurs, est le prix idéal, qui dans l'absolu « correspond le mieux au couple rendement / risque ». Ainsi, plus les risques pris sont importants, plus la rentabilité d'un investissement peut être « légitimement » élevée.

Les interlocuteurs ont également insisté sur la nécessité de fixer le juste prix à partir d'une évaluation objective des performances de l'entreprise accompagnée en haut de bilan. Pour l'AFIC : « Le juste prix de sortie est le prix de cession. Le juste prix s'entend dans ce cas du prix que le marché accepte de payer pour acquérir la participation détenue par l'acteur du capital investissement ». Le juste prix de sortie n'est donc pas associé, chez les investisseurs en capital, à un prix contractuellement fixé au moment de l'entrée dans la société et qui correspondrait à leurs attentes initiales de rentabilité.

Un interlocuteur livre une définition davantage psychologique que financière du juste prix de sortie de l'investisseur : le juste prix, « c'est lorsque l'investisseur et le majoritaire sont contents et continuent de se parler par la suite »...

8. Le capital investissement en tant qu'alternative à l'absence de concours bancaires

Question n° 12 :

Quel est l'intérêt pour un chef d'entreprise de recourir au capital investissement en tant qu'instrument de financement ? S'agit-il pour lui d'un choix ou d'une alternative à l'absence de concours bancaire ?

Il semble que le recours à un investisseur en capital pourra correspondre, selon les circonstances, soit à un choix, soit à une alternative à l'absence de concours bancaire. Ainsi, pour l'AFIC : « Il existe une extrême variété de projets qui ne sont pas éligibles au crédit bancaire, ou bien le dirigeant ne souhaite pas avoir recours au crédit bancaire, ou bien encore le dirigeant souhaite un partenaire pour adhérer et l'accompagner dans son projet »

Généralement, les personnes interrogées estiment toutefois que jamais le *private equity* ne peut être une solution de remplacement total pour une entreprise qui se verrait confrontée à des difficultés de financement bancaire. En réalité, plusieurs interlocuteurs ont insisté sur l'inopportunité de concevoir en ces termes le recours à un fonds d'investissement professionnel ; il faudrait essentiellement raisonner en termes de complémentarité. Ainsi, selon un interlocuteur : « Certains entrepreneurs sollicitent des investisseurs en capital par obligation, notamment car les banquiers veulent plus de fonds propres ». Le même considère qu'il existe un effet d'entraînement lié à la présence d'investisseurs en capital : « Parce qu'on va financer un projet, cela motive les banques, mais aussi les fournisseurs, les clients... Les dirigeants utilisent l'argument d'un accompagnement par un professionnel de l'investissement pour donner confiance aux parties prenantes ».

B/ BILAN DE L'OPINION DES INVESTISSEURS SUR LEUR RELATION AU RISQUE D'ASSOCIE

A l'occasion du chapitre 2, l'étude de la pratique des pactes d'associés a su témoigner d'une relation au risque d'entreprise tout à fait saine de la part des protagonistes du *private equity* français. On a pu dans cette mesure conclure à la faiblesse du danger que pourrait représenter, pour ces opérations de financement, l'interprétation actuelle de l'article 1843-4 c. civ. par la jurisprudence française.

Cette conclusion doit être confortée par la démarche empirique menée dans le présent chapitre. Les professionnels du secteur du capital investissement se montrent particulièrement soucieux de la distinction associé / créancier, telle qu'elle s'articule autour du critère d'assomption du risque de l'entreprise. Certes, les attentes de rentabilité sont omniprésentes dans les opérations de financement, mais elles ne révèlent en cela qu'une posture normale et légitime de tout acteur intervenant dans le champ économique et financier... Le point essentiel à souligner est donc autre : ces attentes de rentabilité ne se traduisent pas par des exigences qui seraient formalisées juridiquement ; aucune obligation pesant sur la société ou ses associés ne vient garantir une rentabilité au profit de l'investisseur. L'étude des pactes précédemment menée avait déjà témoigné de cette réalité. Le seul tempérament réside dans le mécanisme des obligations convertibles en actions, conçu et assumé par les investisseurs comme une technique « d'ajustement de la valeur récupérée », permettant « le réglage de l'allocation des gains futurs attendus » ; mais rappelons que les OCA sont des instruments tout à fait légaux, dont le caractère hybride perturbe inéluctablement la distinction associé / créancier articulée autour du critère d'assomption du risque.

Concernant la liquidité de l'investissement, là encore, les investisseurs professionnels ne font que s'inscrire dans une réglementation légale qui leur impose, à l'égard de leurs propres souscripteurs, de sortir à moyen terme de la société. Dans cette mesure, l'absence de liquidité fait partie intégrante du risque pris par l'investisseur, la question essentielle étant de savoir si l'aversion à ce risque s'organise selon des procédés juridiques attentatoires à sa qualité d'associé. A ce titre, aucun procédé n'a été décrit et discuté durant les entretiens, qui aboutirait pour l'investisseur à se garantir la liquidité de son investissement, notamment par exemple grâce à des promesses d'achat souscrites par le majoritaire. Au contraire, les investisseurs jouent pleinement le jeu du marché de la transmission d'entreprise : la solution de sortie systématiquement assumée reste de trouver un repreneur industriel, voire d'introduire la société en bourse, et non d'obliger *ab initio* les demandeurs de financement à acquérir la participation du fonds financier au débouclage de l'opération.

Au vu de cet état d'esprit qui anime les professionnels de l'investissement rencontrés, il n'est guère étonnant que l'immixtion du juge dans la détermination du « juste » prix de sortie soit perçue comme illégitime. Cette perception est, disons-le, caractéristique des

personnes qui n'ont rien à se reprocher, à tout le moins persuadées de ne rien avoir à se reprocher, et en tout cas certainement pas cette « vampirisation », parfois trop rapidement stigmatisée, des PME et de leurs associés fondateurs et/ou majoritaires. Les investisseurs en capital se sentent totalement appartenir à la catégorie juridique d'associé, eu égard à leur pleine assumption du risque économique d'entreprise. Ce sentiment est très majoritairement corroboré par nos observations tirées de l'analyse de la pratique juridique des pactes d'associés conduite dans le chapitre 2.

CONCLUSION GENERALE

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. La garantie de rentabilité passe uniquement par 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 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 est un postulat de l'économie capitaliste, comme en témoignent les débats les plus fondamentaux du 19^{ème} siècle qui ont porté sur la légitimité de la captation du profit par le propriétaire du capital. Le droit des sociétés français porte cette exigence d'assomption du risque par l'associé, au travers de plusieurs principes essentiels tels que l'inexistence d'un droit subjectif de retrait, ou encore l'obligation de contribution aux pertes. Il en va de même des droits étrangers abordés dans cette recherche, à savoir les droits allemands et espagnols.

Mais c'est bien le juste prix de cession des droits sociaux qui fait aujourd'hui l'objet de toutes les attentions en France, et qui révèle l'ambition d'une jurisprudence de renouveler son approche de l'assomption du risque par l'apporteur du capital. Cette "expérience française", menée historiquement sur le terrain de la prohibition des clauses léonines appliquée aux promesses d'achat à prix garanti, et menée actuellement sur le terrain de l'article 1843-4 c. civ., pourra sembler quelque peu "baroque" aux yeux de l'étranger. En comparaison, le droit allemand se montre bien plus en retrait, le prix du contrat devant être respecté et ne pouvant faire l'objet d'une contestation que dans l'hypothèse où sa faiblesse serait telle qu'elle ôterait sa cause à la vente ; l'intervention d'un tiers estimateur en cas de contestation du contrat n'existe pas en droit allemand¹⁷⁶. Au contraire, en Espagne, l'intervention d'un tiers estimateur est prévue par l'article 353 de 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 du 2 novembre 2010 proclame la soumission du

¹⁷⁶ Pour plus de détails, nous renvoyons en annexe à la contribution de M. Björn FASTERLING.

tiers estimateur aux méthodes conventionnelles de détermination de la valeur des droits sociaux¹⁷⁷. 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. 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.¹⁷⁸.

¹⁷⁷ Pour plus de détails, nous renvoyons en annexe à la contribution de Mme Esperanza Gallego.

¹⁷⁸ Peut-être sur le modèle qui prévaut en matière de SAS, dont l'attrait serait décidément bien grand en droit des sociétés français ; cf. art. L. 227-18 c. com. : « Si les statuts ne précisent pas les modalités du prix de cession des actions lorsque la société met en œuvre une clause introduite en application des articles L. 227-14, L. 227-16 et L. 227-17, ce prix est fixé par accord entre les parties ou, à défaut, déterminé dans les conditions prévues à l'article 1843-4 du code civil ».

ANNEXES

LISTE DES ANNEXES :

Annexe 1 :

Au fondement de la justification de la captation du profit par l'associé propriétaire du capital : l'assomption du risque

Le meilleur de la polémique du *Quarterly Journal of Economics*

Document de synthèse sur la « polémique » du *Quarterly Journal of Economics* (extraits des articles)

Annexe 2 :

Risk and equity in German law

par Björn FASTERLING, EDHEC Business School

Annexe 3 :

Le droit statutaire de sortie de l'investisseur dans les sociétés de capitaux fermées en droit espagnol

Par Esperanza Gallego, Université d'Alicante

Annexe 4 :

Réflexions autour de la frontière entre la position d'actionnaire et de créancier dans les sociétés de capitaux en droit espagnol.

Une étude à la lumière de l'émission d'obligations convertibles

Par Mme Pilar Montero Garcia-Noblejas, Université d'Alicante

Annexe 5 :

La protection de l'investisseur et les pactes d'actionnaires

Par M. Jorge Moya Ballester, Université d'Alicante

Annexe 6 :

Questionnaire à destination de l'AFIC

ANNEXE 1 :

Au fondement de la justification de la captation du profit par l'associé propriétaire du capital : l'assomption du risque

Le meilleur de la polémique du *Quarterly Journal of Economics*

Document de synthèse sur la « polémique » du *Quarterly Journal of Economics*.

Extraits des articles :

➤ **The Fundamental Error of "Kapital und Kapitalzins"**

Auteur(s): Frederick B. Hawley

Source: The Quarterly Journal of Economics, Vol. 6, No. 3 (Apr., 1892), pp. 280-307

p. 283 : [...] *But, if science is to justify the popular conception of profit as fundamentally distinct from other kinds of income, it must do so by pointing to something the undertaker does for pay which is rewarded by neither wages nor interest, nor rent, something which Professor Böhm-Bawerk has entirely overlooked. Now, just such a peculiar industrial function of the undertaker is found in his being the person who relieves others of risk. [...] - he evidently renders to each class a service similar to that rendered by an assurance company when it insures us against death, accident, or loss of property.*

p. 284 : « *But some such inducement must exist, as the element of risk is inseparable from nearly all industrial activity. Except in the rendering of some personal services, in which production and consumption are simultaneous, and in which the producer and the consumer deal directly with each other, and in which, therefore, no element of profit appears, there cannot be any creation of value from which the element of risk is wholly absent.* ».

p. 285 : « *There is, then, in all industrial undertakings in which capital is engaged, and in some also in which capital is not engaged, an element of risk which the final consumer has to pay for. And the reason is this: that everybody except the gambler - everybody, that is, engaged in industry - prefers a certainty to an uncertainty. To be relieved of a risk, we are all willing to pay more than the risk, calculated on the doctrine of chances, is worth.* ».

p. 286 : « *Profit, the special reward of the undertaker, is, then, the income that arises from the chance of gain being greater than the chance of loss in risks assumed.* ».

p. 286 : « *Now, the undertaker does for business in general just what insurance companies do for a special risk, only the process is reversed. The insurance companies accept a definite sum for the assumption of risk, while the undertaker pays a definite sum for a product the value of which is uncertain.* ».

p. 291 : « *The undertaker (or, as he would be better named, the enterpriser, as the word "enterprise" connotes risk, which the word "undertake" does not) is primarily, as we have seen, the person who relieves others of risk for a consideration always in excess of the chance of loss supposed to be incurred. We have now to notice what attendant circumstances are necessarily connected with the exercise of this fundamental, or distinguishing, function of the undertaker; and the result will be, I trust, to considerably enhance his importance in our eyes.* ».

➤ **Insurance and Business Profit**

Auteur(s): J. B. Clark

Source: The Quarterly Journal of Economics, Vol. 7, No. 1 (Oct., 1892), pp. 40-54

p. 46 : *"It goes without saying that the hazard of business falls on the capitalist. The entrepreneur, as such, is empty-handed. No man can carry a risk who has nothing to lose. If the business goes to ruin, it is the furnisher of capital who suffers; and it is he who, at the outset, counts on an offset for the danger. In the course of business he gets the offset: he receives the actuarial value of risk of personal harm to which he subjects himself. He gets this sum as a part of his gross interest. The entrepreneur pays it as a part of his costs. To the one the reward of risk is an income: to the other it is an outgo that must be submitted to before he can become the complete owner of the product that he is to put on the market. If there is a true profit in the case, it comes after this demand has been met."*

➤ **The Risk Theory of Profit**

Auteur(s): Frederick B. Hawley

Source: The Quarterly Journal of Economics, Vol. 7, No. 4 (Jul., 1893), pp. 459-479

p. 471 : *"Of course, no one can run the risk of a loss who has nothing to lose; and probably ninety per cent of what is risked is capital. The fact that there are some exceptions is, however, of real theoretic importance, as tending to show that the ability to incur risk is not a function peculiar to the capitalist as a capitalist"*.

➤ **Risk as an Economic Factor**

Auteur(s): John Haynes

Source: The Quarterly Journal of Economics, Vol. 9, No. 4 (Jul., 1895), pp. 409-449

p. 411 : *"We may then assume a theoretical minimum of risk to which all property and all life are at a given time subject. These risks we will denominate ineffective risks, because they can have no effect on production or distribution. Above this margin there are all degrees of risk both to wealth and persons which we may designate as effective risks. Of these risks it can be correctly said that they are "assumed," and in a perfectly rational society they will be assumed only when some reward is expected and in general given for their assumption. In discussing risks as affecting distribution, it is this kind of risks, and this kind only, which will demand our consideration."*

p. 416 : *"The assumption of risks implies the occurrence of losses"*.

p. 430 et s. : *"The question arises, What is profit? Without going into an extended discussion of the matter, we may say that it is the reward that comes to the entrepreneur on account of the special advantage which he has to use his talents and employ his capital from the fact that he is both a laborer and a capitalist."*

p. 431 et s. : *"That the assumption of risks receives a reward is beyond question, but it is not clear that this reward can be separated from the rewards of capital and labor. We never find, unless we are to accept Mr. Hawley's view of the entrepreneur, risk-taking as a function in the productive process except as it is an integral part of the function either of the laborer or the capitalist."*

p. 432 : *"- the assumption of risks must be recompensed"*

➤ **Enterprise and Profit**

Auteur(s): Frederick B. Hawley

Source : The Quarterly Journal of Economics, Vol. 15, No. 1 (Nov., 1900), pp. 75-105

p. 75 : *"Since the appearance of my article in this Journal for April, 1892, in which I advanced the theory that "enterprise," or the assumption of risk, was the distinguishing function of the entrepreneur (or, as I would prefer to call him, the "enterpriser" *), and that profit, in the strict economic sense of the term, was the economic reward for services rendered by the assumption of industrial risks, an interesting though somewhat desultory discussion of the allied subjects of risk, speculation, and insurance has been carried on."*

p. 78 : *"Uncertainty and risk are connotations. The one cannot exist without the other. The moment any element is determined, uncertainty ceases. It is therefore only in the undetermined residue that uncertainty inheres. A residue, until finally determined, connotes a risk; and a risk connotes an undetermined residue. The moment a residue is determined, the risk is annihilated. If, therefore, profit is a residue, - and all are agreed on this point, - it must, when finally realized, be partially, at least, the result of a risk assumed."*

p. 88 : *"That there is an ever-present and indissoluble connection between risk and profit seems now to be proven. This same relation of risk to profit can perhaps be made more evident to some minds in another way, or, rather, in another form of words, the logical process being really the same. All are agreed that profit is a residue; but, until any transaction is completed, what the residue will amount to is a matter of uncertainty. The class of producers, therefore, who consent to accept this uncertain residue as their share of the product, assume a risk; and part, at least, of the residue must be considered as their remuneration for the assumption. Even if we should grant - what is no longer possible - that wages of management and monopoly gains are components of this residue, the fact that these wages and gains were not predetermined would leave in the residue an element of risk entitled to compensation. We see, therefore, that residue connotes risk, and that risk connotes residue: the two are inseparable. Now, if residue and profit are connotations, and residue and risk are also connotations, it is a necessary corollary that profit and risk connote each other."*

p. 90 : *"Of course, as Professor Clark says, no man who has nothing in the shape of a guarantee can assume a risk; but it does not follow from this as a corollary fact that "it goes without saying that the hazard of business falls upon the capitalist." As I have elsewhere shown, the hazard of business can fall upon land or labor, as well as upon capital. This objection, however, does not go to the root of the matter. The real reply is that the reward of the entrepreneur is due to him, not because he is the possessor of an opportunity, but because he avails himself of the opportunity. It is not the power to exercise his peculiar function, but the actual exercise of it that brings him gain. It is not because he possesses brain power or muscle that a laborer can earn wages, but because he exercises these powers productively. The miser who buries his gold is not a capitalist. He only is a capitalist who loans his wealth to others or to himself for productive purposes. A man is not an enterpriser simply because he has something which he could risk, be that something accumulated wealth, appropriated natural resources, physical or mental ability, monopoly privileges, or even character and reputation, but because he actually risks these things or some of them in the process of production."*

- **Final Objections to the Risk Theory of Profit: A Reply**
Auteur(s): Frederick B. Hawley
Source: The Quarterly Journal of Economics, Vol. 15, No. 4 (Aug., 1901), pp. 603-620

p. 619 et s. : *“Th[e] general law governing the distribution of the product opens up to us a number of enticing by-paths; for in it is to be found an adequate explanation of our recurrent periods of industrial depression, and upon it also can be founded the moral justification of economic distribution. What immediately concerns us here is to note that, since the obtaining of the unpredetermined residue is the inducement to assume the financial responsibility of any undertaking, the whole residue, when determined, must be the reward of the assumption of industrial risks; in exactly the same sense that wages are both the inducement to and the reward of labor, and interest both the inducement to and the reward of parting with the control of capital, and rent both the inducement to and the reward of parting with the use of land.”*

- **A Positive Theory of Economics**
Auteur(s): Frederick B. Hawley
The Quarterly Journal of Economics, Vol. 16, No. 2 (Feb., 1902), pp. 233-264

p. 236 et s. : *“Although the motive to human activity is always personal, what we are classifying is not a group of individuals, but a group of human activities exercised by two or more individuals, segregating those that are combined for definite personal ends. If we examine into the nature of these activities, it appears that, if the risk theory of profit is correct, not only economic but individualistic and social activities are divisible into four fundamentally distinct kinds, two of which, those of land and capital, are uses, and two of which, those of labor and enterprise, involve personal sacrifice,- in the one case the pain cost of labor, and in the other the irksomeness of risk and responsibility. Now in a communistic group each individual is landlord, capitalist, laborer, and enterpriser in exactly the same proportion. His individual share of the "weal" produced by the united efforts of the community is not only practically indivisible into rent, interest, wages, and profit (thus destroying the opportunity for the interplay of the economic factors), but it depends only to an infinitesimal degree upon his own contribution. If he labors honestly and his efforts prove effective, it is not because he has been actuated in any considerable degree by his own personal ends, but because he has been moved by altruistic or social motives or because he has been coerced into activity. The motives for the creation of " weal " effective within such a group as the Oneida Community, as at first instituted, are not those which lead men to combine their actions for definite personal ends; and they must therefore be excluded from the group of human activities that our classification declares are economic. Such combinations are distinctly social, because there is lacking a definite personal relation between the incentive to and the reward of exertion. It is only when the Oneida Community entered into competitive dealings with the outside world that economic considerations became effective; and the Science of Economics must therefore regard the community as constituting a single economic individual. And, if it should ever come to pass that the whole world was organized into a single communistic group, combined human activity for definite personal ends, and therefore economic activity, would be an impossibility.*

[...]

The combination of egoistic human activities for definite personal ends involves, therefore, a certain method of combination as the only one possible for such activities; namely, that some individual, or group of individuals, theoretically and practically distinguishable, must assume the responsibility of the enterprise, and the direction of the undertaking inseparable from the responsibility, and that by so doing the risk-takers necessarily acquire the exclusive ownership of the product, and reward those who contribute the use of land, the use of capital, and

personal exertion, not with any share of the product itself, but with stipulated amounts of purchasing power, bearing, however, a definite relation in each case to each participant's contribution to the result."

p. 246 : *"The use of land, the use of capital, and the exertion of labor can only be combined under the incentive of enterprise. They are passive or static. Enterprise is the only active and dynamic force, and, strictly speaking, the only productive force, the others being merely agents or tools. Naturally, before it was perceived that a fundamentally distinct form of income arose from responsibility, and the assumption of the risks attendant upon ownership was ignored as an economic factor, it was impossible to properly apply the second requisite of valid classification to economic problems [which is that each sub-group should be demarcated from the others, not by means of general differences and resemblances between individuals, but by the one point of difference or resemblance that is the most germane and radical to be found, and is, therefore, the fundamental one".*

ANNEXE 2 :

Risk and equity in German law

par Björn FASTERLING, EDHEC Business School

1. Principle – equity investment as risk bearing:

German company law is based on the premise that shareholders bear the entrepreneurial risk of the company. For example the German corporate governance “Kodex” states in its preamble that shareholders provide equity capital to the company and bear entrepreneurial risk. Other expressions of this basic idea are existing minimum capital rules.

There is no German company law provision that will explicitly say that shareholders bear the entrepreneurial risk of the company. However, the principle is clear from the residual nature of the claim of shareholders on the company’s assets; the numerous provisions that secure the equity capital of the firm and limit repayment of contributions to shareholders (see under 2.), as well as the policy decision to keep minimum capital rules (see next para.)

Nobody considers that minimum capital rules are justified as a “buffer” to satisfy creditors. Those who do not outright challenge the utility of minimum capital rules justify them as a minimum of risk that cannot be shifted to non-equity parties (see e.g. Drygala/Staake/Szalai, *Kapitalgesellschaftsrecht*, Springer 2012, § 1, N° 18-19 and § 9, N° 15; Drygala, ZGR 5/2006, 587-637) or, in other words, as a “threshold of seriousness” (see Lutter, M., ed. (2006), *Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa*, ZGR Sonderheft, Berlin 2006); Hirte, *Kapitalgesellschaftsrecht*, RWS Verlag, 7 ed. Köln 2012, 5.23.

2. Principle –equity capital maintenance

German company law for the GmbH and the AG puts much emphasis on the notion of *Kapitalerhaltung* – which could be translated into capital maintenance or securing or guaranteeing equity capital.

Kapitalerhaltung means the general prohibition to openly or covertly redistribute “paid in” equity capital to the shareholders. Karsten Schmidt (a major academic authority for company law in Germany) writes that German company law is better characterized as providing guarantees of equity capital than emphasizing the

transparency of corporate financing (Schmidt, K., Gesellschaftsrecht 2002, p. 517-519).

The main provision regarding “*Kapitalerhaltung*” is for the AG § 57 AktG (translation by Norton Rose 2011) :

§ 57 No Repayment of Capital, no Payment of Interest on Contributions

(1)

1 Contributions may not be repaid to shareholders.

2 The payment of the purchase price in case of a permitted acquisition of own shares shall not be deemed to constitute a repayment of contributions.

3 Sentence 1 shall not apply to contribution payments made in case of existing control agreements or profit transfer agreements (§ 291) or covered by entitlement to full consideration or restitution towards the shareholder.

4 Sentence 1 shall also not apply to the restitution of a shareholder loan and payments for claims from legal acts corresponding to a shareholder loan from an economic point of view.

(2) Interest may be neither promised nor paid to shareholders.

(3) Prior to the dissolution of the company, only distributable profits may be distributed to the shareholders.

There is a parallel provision for the GmbH in § 30 GmbHG. However, in contrast to the AG, the capital maintenance rules for the GmbH only seek to guarantee the company’s registered share capital. This allows GmbH shareholders much more flexibility. For example, even though dividends may only be paid, if there is a profit (§ 29 GmbHG), it is in principle not prohibited for shareholders to receive non-profit-dependent payments from the company as long as the company’s registered share capital + debts does not become less than the company’s assets (see for calculation examples Hirte, Kapitalgesellschaftsrecht, RWS Verlag, 7 ed. Köln 2012, 5.77-5.80). A guaranteed dividend, however, is neither possible for the GmbH (because such a guarantee could potentially violate § 30 GmbHG) nor for the AG (see § 57 AktG).

3. Principle – clear distinction between equity and debt, yet sometimes difficult to distinguish in practice

Equity capital’s substantive features differ fundamentally from debt: First, equity capital is marked by being a durable investment in a company, equity capital’s liability for the company’s losses and its “remuneration” is dependent on the company’s profits (no guaranteed dividends, even in the case of the GmbH, see above).

A basic definition for equity capital is quite simple: value of assets minus debts. In other words equity capital is nothing but a dynamic value assessment that changes each time the value of assets and debts change respectively (see Baums ZHR 175 (2011), 160, 163). But what passive posts belong to debt and which ones belong to equity? Some might take a formal position and qualify as debt any post that the balance sheet qualifies as debt. Hirte points out that this could be problematic to the extent that shareholders are able to influence the value of equity capital through becoming creditors of debt (by providing loans to the company, see Hirte, Kapitalgesellschaftsrecht, N° 5.2). Baums (see ZHR 175, 160, 163) suggests that, if we only focus on the liability function of equity capital it does not really matter, if the law cannot provide for a clear-cut distinction between debt and equity capital: in the case of a company's liquidation, a creditor will be solely interested in the priority of its claim over other claims on the company's assets, no matter if the other, more residual claims are, formally speaking, equity or debt.

Interestingly, German company law scarcely regulates financing instruments that have both, equity and debt components. § 221 AktG mentions convertible or warrant bonds (*Wandelschuldverschreibung*) and dividend bonds (*Gewinnschuldverschreibungen*). However, numerous other transactions that have a mezzanine character are possible and largely not regulated in company law.

Examples for mezzanine financing with equity character:

- Shareholder loan (that is qualified as residual under certain circumstances)
- Atypical silent partnership (where silent partner's investment is part of the company's capital)
- Participation rights with residual character (*Genussrechte*)

Examples for mezzanine financing with debt character:

- Non priority loans
- Seller loans
- Profit-dependent loan (*partiarisches Darlehen*)
- Typical silent partnership (where silent partner does not interfere and has no residual claims)

Golland et al. (Golland, Gelhaar, Grossmann, Eickhoff-Kley and Jänisch, Betriebsberater 60, 2005, p. 1 et seq, in particular p. 15 et seq) provide an overview over the most common forms of mezzanine capital from an economic perspective.

For a classification of equity and debt pursuant to IFRS see Kraft, ZGR 2-3/2008, p. 324-356.

In the following some consequences of interest for the project :

a. *No upstream conversions*

- It is possible under German law, within limits, to *exchange* equity for debt instruments, but not to convert equity into debt.
- Example for an exchange: In the course of a reduction of capital and according to the rules applicable to capital reductions (see § 237 AktG) the company's statutes can provide to recall shares without the consent of the shareholder (rachat forcé ; "redemption") in exchange for a bond as compensation (for the case of inadequate compensation see below under d.). Such an arrangement is not an upstream conversion: The share is not converted but recalled and terminated pursuant to capital maintenance rules, and compensation is awarded to the shareholder in form of a debt instrument (instead of cash). Further it is possible to convert ordinary shares into preferential shares without voting rights, which is a real characteristic of debt. A company may, under the condition that the statutes provide for this possibility, issue such convertible shares (ordinary into preferential) – shareholders are sufficiently protected by the rules applicable to preferential shares (see §§ 139 et seq. AktG).
- However, German law does not allow "upstream conversions" (from equity into debt) (See in particular Baums, in: Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten im Aktien- und Kapitalmarktrecht, Working paper series / Johann-Wolfgang-Goethe-Universität, Institute for Law and Finance (052), 2006). The principal legal reason for this are German capital maintenance principles:
 - For the AG: Since § 23 (5) AktG states that the company's statutes may only deviate from the law, if the law expressly permits such deviation, we must have an authorization for upstream conversion in the AktG, which is not the case.
 - § 57 (2) AktG (but also § 30 GmbH would have a similar effect, if the registered capital is at risk) prohibits interest payments to shareholders. This prohibition would be substantively undermined if shares could be converted into debt.
 - Creditor protection provisions in §§ 225, 272 AktG that regulate repayment to shareholders in case of capital reduction would also be undermined, if shares could be converted into debt.

b. *No termination of shares in AG?*

- There is no way for a shareholder to terminate his membership (*Austritt*) in the AG. The law presupposes that there is a liquid market for shares and that shareholders can leave the company by selling their shares. Hirte argues that this justification is only true for AGs, where there is a market for shares, in particular in the case of listed AGs and seems to assume that also for the non-listed AG there should be the possibility to terminate for cause as is the case for GmbH (see below under c.) (Hirte, Kapitalgesellschaftsrecht, N° 4.82). There is no court decision that we are aware of, however.

c. *Issuance of redeemable shares in AG?*

Within the limits of share buy back rules (§ 71 et seq. AktG) shareholders may sell their shares to the company. The above mentioned § 57 (1) sentence 1 AktG provides for this exception to repayment of shareholder contributions. Shares that are bought back by the company can only be withdrawn (*Einziehung*) in the context of a capital reduction, however (§ 71 (6) AktG)

De lege ferenda, Habersack (Habersack, Ruckerwerbbar Aktien auch für deutsche Gesellschaften! In: Festschrift für Lutter, 2000, p. 1329 et seq.) pleads for a more extensive implementation of Art. 39 of the European Capital Directive (68/151/EWG) so that under German law, it would be widely possible for a company to issue *redeemable* shares. At present, redeeming shares to the company is only possible within the strict limits of §§ 222 et seq. and 71 et seq. AktG. § 33 GmbHG is more permissive as the GmbH capital maintenance rules only seek to protect the registered capital (see above).

d. *Termination of shares in GmbH for cause possible*

Even though the law does not explicitly state this, German courts have held that shareholders of a private limited company (GmbH) may terminate their membership for cause, if continued membership becomes unacceptable for a shareholder. (BGH, BGHZ 9, 157, 162; BGH, BGHZ 116, 359, 369, see also Seibt, in Scholz, GmbHG, DR. Otto Schmidt Verlag 10 ed. 2010, Anhang § 34; Goette, Ausschliessung und Austritt aus der GmbH in der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes, DStR 2001, 533). Termination for cause is to be strictly interpreted and only assumed under exceptional circumstances (examples: repeated abuse of power by a majority shareholder; unacceptable demands on shareholder to provide services to the company over a long period, ...)

What is interesting for us is that the company's statutes of a GmbH may provide for deviating rules with regard to the conditions of termination as well as the execution of the termination. The only limit is that the statutes may not totally exclude a termination for cause. For example, the statutes can provide for a

regular termination right after a certain time period, or define what a “cause” is that would justify termination (see Seibt, in Scholz, GmbHG, DR. Otto Schmidt Verlag 10 ed. 2010, Anhang § 34, N° 24). The limits with regard to the execution of the termination are, not surprisingly, capital maintenance rules (§ 30 GmbHG, § 34 (3) GmbHG). For example, the statutes may not provide that terminating membership results automatically in a withdrawal of the share, because this could potentially endanger the integrity of the registered capital. The shares will be redeemed to the company and the company can withdraw them under the conditions of § 34 GmbHG.

Equally, it is not possible to exclude any form of compensation in the case of termination or to provide for contractual penalties in the case of termination (because this would discourage termination for cause, which cannot be disappplied by company statute). However, it is possible to agree on a sum for the compensation or on the method of how compensation must be calculated (as long as termination for cause is not unacceptably discouraged, see BGH, BGHZ 116, 359, 368). A compensation that refers to book value only (and not real value) is not unacceptable as such. It is not clear, however, under German law, what the legal consequences of an “unacceptable” relationship between real value and agreed upon compensation are. While BGH, BGHZ 116, 359, 368, applies § 138 BGB with the result that the agreement is void, a newer decision (BGH, BGHZ 123, 281, 283) seems to open the possibility of judicial contract adjustment.

We have found no cases, where there is a termination right in the statutes and the pre-agreed compensation is overly or unacceptably generous.

4. Freedom of Contract with regard to profit distribution among shareholders

German company law allows agreements on unequal or disproportionate payments to shareholders. In this respect, as long as only the relationship among shareholders is concerned, the principle of freedom of contract trumps the principle of equality of shareholders (cf. for example Fleischer in Schmidt/Lutter, DR. Otto Schmidt Verlag 10 ed. 2010, § 60 AktG N° 12 et seq.). Therefore, leonine agreements are not prohibited under German law (for a historical account going back to Roman law see Hingst, *Die societas leonina in der europäischen Privatrechtsgeschichte: Der Weg vom Typenzwang zur Vertragsfreiheit am Beispiel der Geschichte der Löwengesellschaft vom römischen Recht bis in die Gegenwart*, 2003; for a comparison of Italian and German company law see Frase, *Leoninische Vereinbarungen und Ergebnisbeteiligungspflicht im deutschen und italienischen Gesellschaftsrecht*, 2009).

The BGH (BGH, BGHZ 14, 270, 273) ruled that shareholders may be excluded from voting rights and dividend payments, but not from all three basic rights at the same

time (dividends, voting rights and liquidation part). Consequently, it is possible in German law to stipulate under the company's statutes that some shareholders are excluded from receiving dividend payments. The argument is that shareholders may have other positive interests in being a shareholder (see Hueck/Fastrich in Baumbach/Hueck, GmbHG, § 29, N° 52). As long as the shareholder can pursue some individual purpose by being a shareholder, German law will not consider leonine provisions to be unconscionable (§ 138 BGB). § 60 (3) AktG expressly says that the company's statutes may provide for a non-proportionate distribution of profits to the shareholders. § 60 (3) AktG does not mention any limits to the default nature of agreements on how to distribute profits, so that – within the limits of § 138 BGB, the soc. leon. is possible for the AG as well.

Bibliography :

Baumbach (A.), Hueck (A.), *GmbHG: Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung*, Beck, 20ème éd., 2012.

Baums (T.), « Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten im Aktien - und Kapitalmarktrecht », *Working paper series* n° 52, Johann-Wolfgang-Goethe-Universität, *Institute for Law and Finance*, 2006.

Baums (T.), « Eigenkapital : Begriff, Aufgaben, Sicherung », *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, 2011, vol. 175, pp. 160-209.

Drygala (T.), « Stammkapital heute – Zum veränderten Verständnis vom System des festen Kapitals und seinen Konsequenzen », *Zeitschrift für Unternehmens und Gesellschaftsrecht* 5/2006, pp. 587-637.

Drygala (T.), Szalai (S.), Staake (M.), *Kapitalgesellschaftsrecht*, Springer, Berlin, 2012.

Frase (H.), *Leoninische Vereinbarungen und Ergebnisbeteiligungspflicht im deutschen und italienischen Gesellschaftsrecht*, Peter Lang, 2009.

Goette (W.), « Ausschliessung und Austritt aus der GmbH in der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes », *Deutsches Steuerrecht*, 2001, p. 433.

Golland (F.), Gehlhaar (L.), Grossmann (K.), Eickhoff-Kley (X.), Jänisch (C.), « Mezzanine-Kapital », *Betriebs-Berater* 2005, n° 14, pp. 1-32.

Habersack (M.), « Rükckerwerbkbare Aktien auch für deutsche Gesellschaften! », in *Festschrift für Lutter*, Schmidt, Köln, 2000, pp. 1329-1346.

Hingst (K.-M.), *Die societas leonina in der europäischen Privatrechtsgeschichte: Der Weg vom Typenzwang zur Vertragsfreiheit am Beispiel der Geschichte der Löwengesellschaft vom römischen Recht bis in die Gegenwart*, Duncker & Humblot, 2003.

Hirte (H.), *Kapitalgesellschaftsrecht*, 7ème éd., RWS Verlag, Köln, 2012.

Kraft (E. T.), « Die Abgrenzung von Eigen- und Fremdkapital nach IFRS – Darstellung anhand von Beispielen der Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung – », *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, June 2008 ,Volume 37, Issue 2-3, Pages 324–356.

Lutter (M.), « Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa », *Zeitschrift für Unternehmens und Gesellschaftsrecht*, Sonderheft, Berlin, 2006.

Schmidt (K.), *Gesellschaftsrecht*, Heymanns, Köln 2002.

Scholz, *GmbHG*, DR. Otto Schmidt Verlag, Köln, 10ème éd., 2010.

ANNEXE 3 :

Le droit statutaire de sortie de l'investisseur dans les sociétés de capitaux fermées en droit espagnol

Esperanza Gallego
Professeure de Droit Commercial
Université d'Alicante (Espagne)

I. INTRODUCTION.

Dans la notion de société de capital fermée, on inclut les sociétés à responsabilité limitée (SL ci-après) et les sociétés anonymes non-cotées (SAnC ci-après) dont les statuts prévoient des clauses restrictives à la libre transmissibilité des actions.

La SL est essentiellement et impérativement une société fermée. La Loi sur les Sociétés de Capitaux (LSC ci-après) la configure dans ces termes dans la mesure où elle proscrit de recourir, pour son financement, au marché de capitaux en interdisant la représentation des parts sociales par des inscriptions en compte et en les privant du caractère de valeurs mobilières. Elle prévoit également son utilisation pour un nombre réduit d'associés, relativement substituables, entre lesquels existent, tendanciellement, certaines relations personnelles, puisqu'elle limite la libre transmissibilité des participations (sociétés fermées). En conséquence, son régime interne de fonctionnement est plus flexible que celui de la SA et son caractère capitalistique coexiste avec certains éléments de personnalisation comme le régime restrictif de transmission des participations, qui ne peut être statutairement aboli sous peine de nullité (art. 108.1 LSC), et les restrictions sur les prestations accessoires.

À ses côtés, la LSC conçoit la SA comme une forme sociale dotée d'une large polyvalence fonctionnelle, capable d'accueillir aussi bien des sociétés ouvertes ou cotées que des sociétés fermées, grâce aux dispositions statutaires. En effet, en principe la SA est programmée pour pouvoir constituer la voie formelle d'activité des grandes entreprises, en entendant par là non pas tellement celles qui disposent d'un capital important, mais bien plus spécialement celles qui, pour leur financement, font appel à l'épargne publique à travers le marché de capitaux et qui sont composées d'un grand nombre d'associés changeants, facilement substituables (sociétés ouvertes). Dans ce cas, les normes générales de la LSC sur les SA, doivent comprendre le titre spécial qu'elle contient sur les sociétés cotées (Titre XIV de la LSC) et les normes prévues dans la Législation sur le Marché de Valeurs (LMV et textes d'application).

Cependant, la LSC elle-même incite à utiliser aussi cette forme sociétale pour des sociétés fermées. Cette option est encouragée par le montant réduit du capital minimum exigé pour sa constitution qui, en outre, ne doit être libéré qu'à hauteur de 25%. Et cela sans

même mentionner la très grande liberté des conventions qu'elle permet; particulièrement pour ce qui a trait aux restrictions sur la transmissibilité des actions; grâce aussi à la possibilité de recourir à des règles plus adaptées aux formes prévues pour un nombre réduit d'associés, comme dans le cas particulier des prestations accessoires.

De plus, l'absence dans la SL d'un montant maximum pour le capital et d'un nombre maximum d'associés, permet d'affirmer que nos deux sociétés basiques de capitaux (SC ci-après) sont dans une large mesure interchangeables lorsque l'on opte pour la forme fermée de société.

Dans ce même contexte, les associés des deux types de sociétés sont confrontés à des situations similaires lorsqu'ils veulent sortir de cette condition d'associés en quittant la société.

L'ordonnancement juridique met à leur disposition deux moyens pour arbitrer la sortie de la société : la transmission des actions ou participations et le retrait. La transmission permet une acquisition dérivée de la condition d'associé dans la mesure où celle-ci est cédée à un tiers qui se substitue au cédant en prenant sa position juridique sans que cela n'affecte le capital social. Le retrait, au contraire, suppose la dissolution partielle du lien sociétal et donc l'extinction des actions ou participations concernées et la subséquente réduction de capital.

Dans la mesure où la garantie que suppose le patrimoine affecté au capital social constitue le principal moyen de défense des tiers, éventuels créanciers, le retrait de l'associé ne constitue traditionnellement dans les sociétés de capitaux qu'un recours exceptionnel, comme moyen de défense de la minorité face aux accords majoritaires, uniquement autorisé dans un nombre compté d'hypothèses habituellement liées à la modification d'éléments de base de la structure de la société ou à l'altération de droits importants des associés. La règle générale est que l'associé ne peut se séparer de la société par sa seule fantaisie en retirant l'apport fait au fonds commun, ni dissoudre le lien social par sa seule volonté. Il en résulte que le seul moyen d'abandonner la société est de transmettre les actions ou participations.

Cependant cette possibilité s'avère irréalisable dans la majorité des cas. En partie à cause de l'inexistence d'un marché sur lequel la mener à bien. Par définition, les actions et participations de ces types sociétaux ne peuvent accéder ni aux marchés régulés, ni même aux marchés non régulés tels les systèmes multilatéraux de négociation (art. 118 LMV). Si nous prenons par exemple le Marché alternatif Boursier, Segment Entreprises en Expansion (MAB-EE ci-après), les conditions d'accès à ce marché sont, en premier lieu, le caractère de SA, et, en deuxième lieu, que les actions ne soient soumises à aucune restriction légale ou statutaire qui empêcherait leur négociation et transmissibilité (art. 14 du Règlement du MAB), ce qui a pour conséquence d'exclure de ce marché toutes les sociétés fermées, qu'elles soient SA ou SL.

L'absence de marché constitue l'un des principaux obstacles pour le financement des sociétés fermées, dans la mesure où le marché stimule l'investissement grâce la possibilité de désinvestissement. Sans liquidité il n'y a pas d'investisseurs. La liquidité est la condition indispensable pour le fonctionnement du marché et un motif déterminant d'y investir.

Le deuxième obstacle qui freine la transmission des actions ou des participations, c'est l'existence de clauses limitatives de la transmissibilité. La pratique espagnole connaît deux types principaux de restrictions à la transmissibilité des actions et participations : les clauses de consentement ou d'autorisation et les clauses d'acquisition préférentielle et de préemption.

Du point de vue de la limitation du droit de négociation, les premières sont sans doute les plus dangereuses puisque, conformément à ces clauses, si le consentement a été refusé, l'action ou la participation ne peut être transmise. Mais les secondes affectent également cette transmissibilité. En vertu de ces clauses, on attribue aux autres associés, à la société elle-même ou, éventuellement à certains tiers, le droit d'acquérir de façon prioritaire les actions que l'associé prétend transmettre. Ce droit de préférence attribue ainsi à son bénéficiaire, en payant un prix, la faculté d'acquérir des actions ou participations à la place du tiers choisi à l'origine par l'associé qui veut vendre; son exercice revient alors, dans tous les cas, à un contrat d'achat-vente des actions ou participations entre l'associé qui veut les transmettre et le titulaire ou bénéficiaire de la préférence ; le mécanisme de préemption attende au contrat initialement projeté entre l'associé et le tiers choisi par lui comme contrepartie. Et il est donc évident que, lorsque la substitution affecte le prix originellement convenu, comme c'est le cas dans les clauses d'achat préférentiel strictement entendu, l'associé peut alors supporter une interdiction virtuelle de céder dans la mesure où, devant l'éventualité de se voir obligé de vendre pour un prix dérisoire, il s'abstiendra de le faire.

Ces deux particularités constituent un frein important à l'investissement dans les petites et moyennes entreprises (PYMES¹⁷⁹ ci-après) qui sont celles qui utilisent habituellement ce type de sociétés. Elles sont l'un des principaux facteurs de la faible présence en Espagne du capital-risque, ce qui, s'ajoutant pour cause de crise à la forte limitation qu'a subi le crédit, première source traditionnelle de financement de ces entreprises, les place dans une situation de grande faiblesse.

Dans les décisions d'investissement en capital-risque, la probabilité de désinvestissement à moyen terme est déterminante. Le risque-investisseur cherche à prendre une participation temporaire (entre trois et cinq ans), généralement minoritaire, dans des sociétés non financières, non cotées sur les premiers marchés de valeurs. Il prétend contribuer au développement et à l'expansion de l'entreprise (en la capitalisant, la professionnalisant et la conseillant) pour que sa valeur augmente et pouvoir récupérer les rendements obtenus en sortant de la société, c'est-à-dire à travers son désinvestissement.

Pour ce motif, dans le contexte d'une opération d'investissement en capital, la divergence des intérêts entre actionnaires-entrepreneurs et investisseur est particulièrement sensible au moment de convenir des modalités de sortie du capital. En général, l'associé-entrepreneur désire se maintenir pour continuer le développement de la société alors que l'associé-financier, tout en participant à ce développement, veut obtenir la garantie de pouvoir quitter la société au moment où il estime pouvoir offrir à ses propres investisseurs la valeur la plus élevée possible. À ce sujet, il est important de bien avoir à l'esprit que l'actionnaire-investisseur répond face à ses propres investisseurs de l'obtention d'une certaine rentabilité, qu'il ne peut atteindre que dans la mesure où il est possible d'investir et

¹⁷⁹ Note du traducteur : le sigle PYMES (Pequeñas Y Medianas Empresas) est l'équivalent du "PME" français.

de désinvestir les capitaux dont il dispose selon un calendrier préétabli, normalement en fonction des deux phases consécutives observables dans toute opération d'investissement. La première phase est celle où se développe la collaboration entre associés-investisseurs et entrepreneurs afin d'obtenir la rentabilité la plus élevée ; alors que dans la deuxième on maximise effectivement la valeur de la coopération. Cette dernière correspond à la date où le projet atteint sa maturité et où, en principe, les investissements seront rentables¹⁸⁰. Et donc le moment d'obtenir cette rentabilité en sortant de la société. En conséquence, il est facile de comprendre la sensibilité des associés financiers à ce facteur "temps" dans la mesure où elle est étroitement liée aux objectifs que leurs propres clients/investisseurs leur ont assignés.

D'un autre côté, l'associé-entrepreneur sait que l'investisseur devra sortir plus ou moins tôt. De même, il sait que s'il n'accepte pas cette sortie, il n'y aura pas d'entrée.

Donc, en considérant les précédentes variables et en prenant en compte la situation de crise actuelle, il paraît clair qu'entre les trois principales stratégies de désinvestissement envisageables, le rachat des actions ou participations par les associés d'origine représente sans doute l'option la plus sûre face à la vente à un investisseur stratégique ou à l'offre publique à la valeur d'origine.

C'est dans ce contexte que se pose la question de la licéité de l'inclusion dans les statuts de formules permettant d'arbitrer une sortie de l'associé-investisseur, garantissant de façon raisonnable ses perspectives de désinvestissement.

Les clauses statutaires présentent de notables avantages¹⁸¹ face aux pactes entre associés, moyen couramment utilisé en pratique. D'abord parce qu'elles obligent tous les associés et la société elle-même et pas seulement les signataires du pacte. Ensuite parce que leur inscription au registre du commerce (ci-après RM. NdT : Registro Mercantil) permet leur opposabilité aux tiers. Tout cela fait que les possibilités d'"*enforcement*" (le rayonnement de la force obligatoire) de ces clauses sont supérieures à celles des pactes entre associés. Cependant leur admissibilité rencontre certaines résistances. En particulier lorsqu'il s'agit de régler les modalités de détermination du prix, puisqu'aussi bien la jurisprudence que la doctrine dominantes se sont opposées à tout critère qui s'éloigne de la valeur raisonnable des actions ou participations.

En conséquence, la première partie de ce travail sera consacrée aux clauses statutaires admissibles pour garantir la sortie de l'associé (II) et la deuxième à celles de la détermination du prix (III).

¹⁸⁰ SÁEZ LACAVE/BERMEJO GUTIÉRREZ: "Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad. (A vueltas con los pactos de tag- y de drag-along)", *Rds* 28 (2007-1), Aranzadi Insignis, p. 6.

¹⁸¹ Cf., dans un contexte similaire, PERDICES, A.: "Llévame contigo" (Las cláusulas de venta conjunta de acciones y de participaciones)", <http://www.uam.es/mercantil>, pp. 3 et 5 à 7.

II. CLAUSES STATUTAIRES DE SORTIE DE LA SOCIÉTÉ.

1. Préliminaire

En considérant que la sortie de la société peut se réaliser à travers le retrait ou par la transmission des actions ou participations, nous analyserons dans cette partie les pactes statutaires qui imposent soit un droit de retrait soit une obligation de rachat de ses actions ou participations, aptes à garantir à l'investisseur le respect de sa décision de désinvestissement.

2. Le droit statutaire de sortie

À côté des causes légales de retrait prévues dans la LSC (art. 346 de la LSC) et dans la loi 3/2009 sur les modifications structurelles des sociétés commerciales (ci-après LME), la LSC confère aux statuts une large aptitude légale pour établir « d'autres causes » (« otras causas de separación ») de retrait que celles prévues dans la loi (art. 347 LSC).

La LSC ne limite ni la liste ni la nature des éventuelles causes conventionnelles de retrait et, en principe, il ne semble donc pas exister d'inconvénient pour en inclure d'autres dès lors que, conformément aux limites générales qui s'imposent à l'autonomie de la volonté, elles ne violent pas des normes impératives ou ne portent pas atteinte à la morale ou à l'ordre public (art. 1255 C.Civ.) ou n'affectent pas les principes structurels de la société (art. 28 LSC).

Concrètement, il est clair que la cause conventionnelle peut correspondre aussi bien à des motifs de nature subjective, liés par exemple à l'évolution de la situation individuelle des associés, que de nature objective, relatifs par exemple à la vie de la société, ou encore à d'autres circonstances comme l'écoulement d'un certain laps de temps.

Cette interprétation se voit confirmée par l'article 205-1 du Règlement du Registre du Commerce (ci-après RRM)¹⁸², lorsqu'il se réfère aux "*accords ou aux faits qui donnent lieu au droit de retrait*"¹⁸³. Elle a aussi été reconnue par l'arrêt de la Cour de Cassation STS du 3 mai 2002 (NdT : en espagnol STS, Sentencia del Tribunal Supremo) qui a admis la clause statutaire autorisant les associés à quitter la société après l'expiration d'un certain délai après sa constitution, sans avoir à invoquer de motif particulier.

Ce type de clauses est particulièrement utile pour permettre le départ de l'associé-investisseur, compte tenu, comme il a été précédemment exposé, que le programme d'investissement est en général soumis à une planification d'ordre temporel dans laquelle on prévoit la récupération du capital investi. Cependant, la stipulation d'une clause de retrait est parfois un exercice délicat, dans la mesure où les circonstances pouvant amener l'associé à

¹⁸² Note du traducteur : Reglamento del Registro Mercantil ou RRM veut dire Règlement du registre de commerce.

¹⁸³ En ce sens, MARTÍNEZ SANZ, F.: "Causas de separación del socio en la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada", *RdS*, 6 (1996), p. 61; EMPARANZA SOBEJANO, A.: "Causas estatutarias de separación", in *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Vol. II (dir. ROJO-BELTRÁN), Pamplona, 2011, p. 2480.

désirer se retirer peuvent être nombreuses et surtout évolutives, rendant ce faisant difficile l'anticipation rédactionnelle des causes de retrait. Cela conduit à examiner l'éventuelle licéité des clauses statutaires qui confèrent à l'associé-investisseur la faculté de décider de son départ de manière discrétionnaire, sur la base de sa seule décision.

A priori, une telle clause doit être appréhendée avec la plus grande précaution en ce qu'elle est particulièrement susceptible de contrarier l'intérêt commun des associés. On comprend alors pourquoi son admissibilité semble contestée par la LSC elle-même, qui exige la présence statutaire d'une « autre cause » de retrait, formulation laissant augurer un nécessaire ancrage statutaire en dehors de la seule volonté de l'associé. Cette prévision légale conduirait à affirmer qu'une sortie conventionnelle dont la cause repose sur la seule volonté de l'associé qui veut se retirer n'a pas sa place dans le système espagnol, car dans une telle circonstance, le retrait de l'associé ne serait pas "causé".

Nonobstant la relative faiblesse de cette dernière affirmation découlant de l'interprétation de la formule « autres causes », puisque rien dans le texte de la LSC n'oblige à estimer que la seule volonté de l'associé ne puisse être considérée comme une cause de retrait à part entière, aucun des arguments supplémentaires avancés pour tenter de justifier l'interdiction ne paraît convaincant, ce dont témoigne du reste la position actuelle de la jurisprudence espagnole¹⁸⁴.

D'abord, sur le plan du droit des contrats, l'article 1256 du Code civil¹⁸⁵ (ci-après C.civ.) n'interdit en aucune façon l'admissibilité de ce type de clauses¹⁸⁶. En outre, autant dans les relations à durée indéterminée que dans celles imprégnées par l'*intuitus personae*, relations au sein desquelles la société non cotée se love aisément, la règle est précisément le droit de résiliation sans cause.

Pour justifier cette restriction, il n'est pas davantage possible de recourir sans autre forme de procès aux principes configurateurs des sociétés de capital. Les sociétés dont nous parlons ne sont pas de simples sociétés de capitaux, mais des sociétés de capitaux fermées, c'est-à-dire, par définition, des sociétés qui non seulement limitent la possibilité de transmission des actions et participations, mais qui, surtout, ne disposent pas d'un marché qui permette le désinvestissement. Il n'est pas possible d'affirmer que dans ces cas, l'interdiction de liens éternels et donc oppressifs, soit éludée par le fait que l'associé qui veut quitter la société puisse le faire en offrant l'achat à ses coassociés, puisque cette éventualité n'est activée que lorsqu'il a préalablement réussi à trouver un acheteur, alternative aléatoire dans la plupart des cas. La cession des droits sociaux ne constitue pas une solution efficace

¹⁸⁴ Cf. Arrêt de la Cour d'Appel de Santa Cruz de Tenerife SAP 22-5-2007 (SAP : Sentencia de la Audiencia Provincial) considérant que la simple volonté de l'associé constitue une cause rentrant dans les prévisions de l'article 347 LSC. Dans le même sens, cf. Arrêt de la Cour de Cassation STS 15-11-2011 (STS: Sentencia del Tribunal Supremo). En défaveur d'une telle interprétation de l'article 347 LSC, cf. RDGRN 25-9-2003 (NdT : RDGRN : Résolution de la Direction Générale des Registres et du Notariat).

¹⁸⁵ L'article 1256 C.civ. pose le régime de la potestativité en droit contrats : « La validité et l'accomplissement des contrats ne peuvent être abandonnés à la volonté d'un des contractants. »

¹⁸⁶ Voir en ce sens, Arrêts de la Cour de Cassation, STS du 3-5-2002 et du 15-11-2011. Tous deux rejettent expressément qu'un accord de libre retrait contenu dans les statuts d'une société limitée de durée indéterminée signifie laisser à l'appréciation d'une seule des parties la validité ou l'application du contrat. Dans la doctrine, au soutien de cette interprétation, ALFARO ÁGUILA-REAL, J.: "Conflictos intrasocietarios (los justos motivos como causa legal no escrita de exclusión y separación de un socio en la sociedad de responsabilidad limitada)", *RDM* (1996), pp. 100-103.

de sortie permettant de palier l'inexistence d'un droit de retrait et de contourner les inconvénients de la durée indéterminée de la relation sociétale et de la soumission au pouvoir majoritaire ; une telle solution, au contraire, peut être apportée par l'insertion d'une clause statutaire de retrait *ad nutum*, puisque son potentiel réside précisément dans la garantie de liquidité qu'elle confère à l'investisseur et dans la protection efficace qu'elle confère à la minorité, protection spécialement nécessaire dans les sociétés fermées où les mécanismes mis à la disposition des associés minoritaires pour faire face aux comportements oppressifs de la majorité sont particulièrement limités¹⁸⁷. Par rapport à ce dernier aspect, la clause de sortie *ad nutum* agit comme un outil efficace de prévention *a priori* des conflits, dans la mesure où elle agit comme un instrument de contrôle contractuel de la conduite des majoritaires, et donc comme incitation pour ces derniers à adopter un comportement loyal.

En outre, l'inclusion dans les statuts d'un droit de sortie *ad nutum* n'ignore en aucune façon le principe majoritaire, puisque ce dernier ne peut empêcher l'exercice par les associés des droits individuels attribués par la Loi ou, comme ici, par les statuts¹⁸⁸. Bien plus, en matière de stipulation de causes de retrait autres que celles prévues expressément par le législateur, ledit principe majoritaire ne trouve pas à s'appliquer puisque la LSC exige l'accord unanime de l'ensemble des associés (art. 347.2 LSC), d'où il résulte que l'on peut difficilement contrevenir à un principe majoritaire non applicable en la circonstance... Considérant ce dernier point, il n'est pas possible d'estimer que la reconnaissance statutaire d'un droit de retrait suppose un affaiblissement du caractère obligatoire des accords sociaux ou un frein au principe majoritaire. Ce droit de retrait s'avère être, au contraire, une expression des accords sociaux à un degré supérieur de consensus entre associés.

Cette hiérarchisation des intérêts n'est pas étrangère aux prévisions législatives elles-mêmes. Au contraire, elle reflète la règle contenue dans l'article 108.3 LSC lorsqu'elle subordonne la validité des clauses d'inaliénabilité, c'est-à-dire interdisant la transmission volontaire des parts sociales par actes *inter vivos*, à la reconnaissance du droit de l'associé de quitter la société à tout moment. Il faut voir dans cette disposition un principe général propre aux sociétés fermées, qui ordonne les intérêts en conflit par l'établissement d'une relation inverse entre droit de retrait et transmission d'actions et de parts sociales, dans le sens où, moins il y a de possibilités de transmission, plus le droit de sortie doit être élargi. Cette conception ne peut se réduire au fait que les statuts interdisent le droit de transmission. Téléologiquement et logiquement, le droit de retrait doit s'étendre à tous les cas où la transmission est de fait limitée, comme cela se produit en général dans les sociétés fermées, conséquence de l'absence de marché. De sorte que s'impose le parallèle entre impossibilité juridique de transmettre et impossibilité pratique d'abandonner la société par absence d'un marché effectif. En conséquence, l'attribution conventionnelle d'un droit de retrait *ad nutum* aux associés minoritaires doit être tenue pour licite en l'absence

¹⁸⁷ En ce sens, FARRANDO MIGUEL, I: El derecho de separación del socio en la Ley de Sociedades Anónimas y la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada, Madrid, 1998, pp. 81 a 83; FAJARDO GARCÍA, I. G.: El derecho de separación del socio en la sociedad limitada, Valencia, 1996, pp. 70 y 71, qui considère, à juste titre, que la liberté statutaire dans la rédaction de causes statutaires de retrait ne doit pas permettre un exercice abusif ou de mauvaise foi de ce droit. Et voir arrêt de la Cour de Cassation STS 3-5-202 2002 (STS: Sentencia del Tribunal Supremo) qui considère qu'un tel accord n'est pas contraire à la loi, à la morale ou à l'ordre public mais, qu'au contraire, il doit être compris "comme un correctif à la durée indéterminée de la société, et aux restrictions auxquelles la transmission *inter vivos* des parts sociales est soumise dans ce type de société."

¹⁸⁸ En ce sens, Arrêt de la Cour de Cassation, STS du 15-11-2011.

d'interdiction statutaire de transmettre, tant par analogie avec l'article 108.3 LSC que par application directe du principe qui interdit les liens perpétuels en raison de leur caractère oppressif, puisque ce sont les associés minoritaires qui sont particulièrement affectés par l'inexistence du marché. En dernière analyse, "il s'agit d'assurer à l'associé la possibilité raisonnable de transmettre ses parts sociales (même avec les limitations propres à une société fermée) ou de sortir de la société pour qu'il ne soit pas converti en une sorte de "prisonnier de ses participations"¹⁸⁹.

À cette conclusion ne peuvent pas être opposées les prévisions de l'article 108.1 LSC lorsqu'il dispose de la nullité des clauses statutaires de société à responsabilité limitée, qui rendent « pratiquement libre » la transmission volontaire *inter vivos* des parts sociales. Ce précepte se réfère, littéralement, à la transmission de parts sociales, ce qui exclut son application à d'autres hypothèses comme par exemple le retrait, par impératif de la règle d'interprétation qui interdit l'application extensive ou analogique des clauses d'interdiction. Téléologiquement il n'y a pas davantage de base pour une extension analogique, puisque le fondement de cette interdiction se limite à empêcher l'entrée de nouveaux associés sans le consentement des autres, ce qui n'est absolument pas le cas de la sortie au sens strict, qui suppose en tout cas l'amortissement des participations¹⁹⁰.

De même, soutenir une telle restriction à l'autonomie de la volonté en alléguant un risque manifeste aussi bien pour les créanciers que pour la propre société, est un argument non décisif. Particulièrement lorsque l'on fait dériver le risque pour les créanciers de l'insuffisance des mécanismes prévus par la LSC pour préserver leur gage en cas de retrait en général. Mais un tel argument n'est pas décisif en ce sens que le législateur lui-même, lorsqu'il prévoit des causes légales de retrait, n'est pas particulièrement soucieux du sort des créanciers de la société¹⁹¹. Quant au deuxième argument, fondé sur le risque pour la société elle-même, il naît des conséquences que pourrait entraîner l'exercice du droit de retrait comme par exemple la dissolution des sociétés à fort intuitu personae, ou encore en raison, par exemple, de la nécessité de procéder à autant de réductions de capital que d'exercices du droit de retrait ; cette façon de voir les choses est courte, dans la mesure où la reconnaissance d'un droit subjectif de retrait peut tout à fait s'accompagner d'un régime préventif visant à éviter des effets trop préjudiciables à la société, tout comme d'un régime de sanction dans l'hypothèse d'un usage abusif d'un tel droit.

¹⁸⁹ En ce sens, Arrêt de la Cour d'Appel de Santa Cruz de Tenerife, SAP du 22-5-2007 (NdT : SAP : Sentencia de la Audiencia Provincial). Et de façon plus frappante, RDGRN du 2-11-2010 (NdT : RDGRN : Résolution de la Direction Générale des Registres et du Notariat), bien que cette question n'était pas discutée dans le recours. C'est de là que provient la dernière incise décrite dans le texte après avoir déclaré que "l'introduction conventionnelle du droit de retrait est également admise comme compensation face à l'éventuelle interdiction statutaire de la transmissibilité des parts sociales (dans les termes limités permis par l'article 30 de la loi sur les SARL) ou à cause des difficultés à réaliser la valeur patrimoniale des parts sociales qui proviennent des nécessaires limitations auxquelles est soumise la transmissibilité de la qualité d'associé et de l'inexistence d'un marché des participations".

¹⁹⁰ Ainsi nonobstant la RDGRN de 25-9-2003 (NdT : RDGRN : Résolution de la Direction Générale des Registres et du Notariat) considérant qu'admettre un exercice du droit de retrait totalement potestatif, tout comme admettre cette liberté au moment d'établir le régime de transmissibilité des participations par acte *inter vivos*, se heurte à l'interdiction pratique de sa liberté (ancien art. 30.1 de la loi); cette même limitation dont on peut dire qu'elle constitue l'un des principes distinctifs du type social, agirait comme limite à l'autonomie de la volonté.

¹⁹¹ Ainsi nonobstant la RDGRN du 25-9-2003 (NdT : RDGRN : Résolution de la Direction Générale des Registres et du Notariat).

Sur ce dernier point, il conviendrait en effet d'éviter le risque d'exercice abusif ou intempestif du droit subjectif de retrait par le biais d'une mention statutaire adaptée¹⁹². Une telle mention s'inscrirait dans le sillage de l'article 7.2 du C.civ. qui culpabilise l'abus de droit. De même, un tel correctif statutaire au caractère subjectif d'un droit de retrait agirait de façon similaire aux préventions contenues dans le Code de Commerce (C.com. ci-après) lorsqu'il régle la sortie *ad nutum* de l'associé dans certaines formes sociétaires, c'est-à-dire son inadmissibilité en cas de mauvaise foi dans l'exercice du retrait (art. 224 C.com.), et son inefficacité jusqu'à ce que s'achèvent, conformément à l'intérêt commun des associés, les négociations en cours relatives aux conséquences de cette sortie (art. 225 C.com.).

3. Les clauses d'achat forcé

Grace à ces clauses on reconnaît aux associés, ou à certains d'entre eux, le droit de transmettre leurs actions ou leurs parts sociales et l'obligation corrélative pour les associés, pour certains d'entre eux, pour la société ou pour un tiers, de les acquérir, c'est-à-dire qu'elles imposent nécessairement une obligation d'acheter.

Dans la pratique du droit comparé elles sont utilisées pour garantir la sortie de la société de l'investisseur, dans un laps de temps défini ou lors de la survenance de certains événements préalablement déterminés dans les statuts. Ces clauses s'articulent habituellement par le biais de l'obligation aux associés actionnaires ou à la société de mettre en place un processus de recherche d'un acheteur, de telle sorte que, si l'on n'arrive pas à trouver un tiers disposé à acquérir les actions ou les parts sociales, les associés actionnaires se voient soumis à l'obligation de les acheter eux-mêmes aux termes d'une promesse d'achat. Cette disposition a pour effet d'assurer l'investisseur qu'il trouvera la liquidité pour son investissement au terme fixé ou lorsque que se produira la circonstance fixée d'avance. Cependant, dans d'autres cas il n'est fait aucune référence à une condition ou à un terme, ce qui confère à l'associé-investisseur le droit de sortir de la société par sa seule décision, lui donnant ainsi une garantie maximale de liquidité, puisqu'il contrôle de façon absolue le calendrier de sortie.

Du point de vue de la structure interne du pacte, l'attribution à l'associé-investisseur de la faculté d'exiger le rachat de ses actions ou parts sociales suppose l'attribution en sa faveur d'une option de vente (put) qui lui reconnaît le droit potestatif d'imposer une telle acquisition à ses coassociés ou à la société par la seule volonté de l'investisseur, de sorte que dans le cas où cette faculté est exercée, elle entraîne leur achat forcé par les concédants, c'est-à-dire les associés ou la société. Ainsi, potentiellement, seul l'associé-investisseur a la possibilité de vendre ses actions ou parts sociales, sans que ce même droit ne soit reconnu aux autres associés.

La LSC ne fait pas allusion à ces clauses¹⁹³. Elles ne sont pas davantage mentionnées dans le RRM, qui ne considère que le cas opposé, lorsque, dans le cadre de la

¹⁹² Dans ce sens, FAJARDO GARCÍA, I. G., *op. cit.*, pp. 70 et 71.

¹⁹³ Légalement, on trouve un mécanisme d'achat forcé (sell out) à l'article 60 *quater* de la LMV (loi relative aux valeurs mobilières), dans le contexte de la réglementation des offres publiques d'achat (OPAs). Selon les instructions contenues dans la Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004, relative aux offres publiques d'achat, quand, à la suite d'une offre publique d'achat pour la totalité des valeurs,

SL, elle admet l'inclusion dans les statuts de clauses qui imposent à l'associé l'obligation de transmettre ses parts sociales aux bénéficiaires de ce droit, aux termes d'une promesse de vente, lorsqu'un certain nombre de conditions sont réunies, dès lors que ces dernières sont clairement et précisément exposées dans les statuts (art. 188.3 RRM).

Le fait que la LSC n'interdise pas ces clauses de façon expresse est un important indice de leur admissibilité qui, d'autre part, ne peut être contestée à bon droit dans les principes configurateurs des sociétés fermées. En particulier, ces clauses ne s'opposent pas à l'article 108.1 LSC qui fulmine la nullité des clauses statutaires qui aboutissent rendre « pratiquement libre » la transmission volontaire des parts sociales. L'effet de ces clauses n'entraîne pas une telle conséquence dans la mesure où le cercle des acquéreurs bénéficiaires de la promesse n'est pas indéfini, mais restreint à ceux désignés par les statuts. En outre, de manière classique, les bénéficiaires des promesses seraient les coassociés ou la société, ce qui rejoint l'hypothèse légale afférente aux sociétés fermées selon laquelle la cession des parts sociales est libre lorsqu'elle intervient entre associés, ou en faveur du conjoint, des ascendants ou descendants de l'associé, ou en faveur de sociétés appartenant au même groupe que le transmettant (art. 107.1 LSC). Mais on ne peut davantage estimer que la prohibition soit enfreinte si l'on diffère la vente de sorte qu'un tiers achète finalement les participations. Ce type de clause n'exclut pas le caractère fermé de la société, tel qu'il est improprement conçu par la loi pour la SL, dans la mesure où il s'agirait d'un tiers admis par les coassociés. C'est ainsi que nous devons le déduire des termes dans lesquels sont rédigés les art. 107.2 c) LSC et 188.3 RRM. Ce dernier prévoit de façon expresse la légalité des clauses statutaires qui imposent à l'associé la transmission de ses parts sociales à des tiers déterminés.

Ajoutons que la cohérence du droit des sociétés amène à valider ces clauses d'achat forcé à partir du moment où la LSC permet d'envisager la sortie non seulement sous la forme du droit subjectif de retrait, conformément à ce qui a été vu plus haut, mais aussi par le biais du rachat par la société de ses propres actions ou parts sociales dans l'optique d'une réduction de capital (art. 358 et 359 LSC). Dans ce contexte, l'achat imposé direct n'est rien d'autre qu'une formule alternative à la sortie, un mécanisme fonctionnellement équivalent, mais plus efficient dans la mesure où il préserve l'intégrité du capital social et du patrimoine y afférent.

Ces considérations justifient sans doute l'admissibilité des clauses qui imposent le droit de sortie de la société à travers l'achat imposé, lorsque se produisent certains événements ou une fois écoulé le délai, prévus dans les statuts, mais aussi celle des clauses prévoyant une obligation d'achat basée sur la simple volonté de l'associé qui désire vendre. Les faveurs émises plus haut en matière de droit subjectif statutaire de retrait sont

l'offrant possède des valeurs représentant au moins 90% du capital conférant des droits de vote et que l'offre ait été acceptée par des titulaires de ces valeurs représentant au moins 90% des droits de vote différents de ceux déjà en possession de l'offrant, ce dernier pourra exiger des titulaires des valeurs restantes qu'ils lui vendent ces valeurs à un prix équitable, et les possesseurs des valeurs de la société en question pourront exiger de l'offrant l'achat de leurs valeurs à un prix équitable. Le fondement de la reconnaissance de ce droit à initier l'achat forcé est associé à l'intention d'indemniser les actionnaires minoritaires par le manque de liquidité dont souffrent leurs actions par suite de l'acquisition par l'associé majoritaire d'un pourcentage du capital social proche de cent pour cent : la réduction du nombre d'actions qui se trouvent en circulation (le "capital flottant") diminue les possibilités de transmission, RONCERO SÁNCHEZ, A: "La compra y venta forzosa de acciones\ (sell out y squeeze out)", *RdS* 33 (2009- 2), Aranzadi Insignis, BIB 2009\1733.

également applicables à l'achat forcé, d'autant qu'à l'occasion de celui-ci, sont exclus les risques supposés planer sur le retrait comme mécanisme de sortie de la société.

Dans cette mesure, la résolution de la DGRN¹⁹⁴ du 2 novembre 2010 apparaît surprenante. Après avoir refusé, par Résolution du 25 septembre 2003, l'inscription d'une clause de retrait *ad nutum* eu égard au risque de dissolution qu'elle entraînait pour la société, la DGRN admet en 2010 la licéité d'une clause d'achat obligatoire, entendue comme un droit pour les associés de quitter la société sans devoir donner une quelconque justification, par la reconnaissance pour tous les associés d'un droit de vendre à tout moment, totalement ou partiellement, leurs parts sociales à la société et le devoir correspondant de la société d'acheter ces parts sociales¹⁹⁵, en considérant qu'il s'agit "d'une espèce de sortie *ad nutum*". Selon la DGRN, la légalité de la clause dérive de l'impossibilité de fait dans laquelle se trouvent les associés de transmettre leurs parts sociales en l'absence de marché, et donc de la nécessité d'éviter que l'associé ne soit converti en une espèce de "prisonnier de ses parts sociales". Selon l'opinion de la DGRN, une telle clause est conforme à l'autonomie de la volonté, et ne saurait contredire les principes constitutifs du type de société en cause. Ainsi, poursuit la DGRN, il s'agit d'une stipulation statutaire qui peut faire l'objet d'un enregistrement au RM (NdT : Registre du Commerce –Registro Mercantil-), en ce que son objet porte sur les modalités de transmission des droit sociaux dans la société ; une telle clause est autorisée par l'article 175.2 b) du RRM.

Aux promesses d'achat statutaires, on ne peut pas davantage objecter une éventuelle interprétation analogique de l'article 188.3 du RRM existant, lequel, tout en autorisant les promesses de vente statutaires, exige que soient déterminées de façon claire et précise les circonstances qui conditionnent cette obligation. D'une part en effet, des conditions statutaires, mais également la simple volonté de l'associé, sont des circonstances qui peuvent se décrire de façon claire et précise dans les statuts, et partant légitimer l'exercice d'une option de vente. D'autre part et surtout, il n'y a pas identité de motifs entre

¹⁹⁴ Note du traducteur. DGRN : Direction Générale des Registres et du Notariat (Dirección General de Registro y Notariado).

¹⁹⁵ Concrètement, la rédaction des statuts modifiés de la société établissait ainsi son art. 6.2, dont le titre était "Droit de sortie des associés" : "Les associés qui, pour quelque raison que ce soit, voudraient sortir totalement ou partiellement du capital social de la société pourront vendre leur participation à la société, en une ou plusieurs fois. La société sera obligée d'acheter les participations offertes suivant les règles suivantes : a) Les demandes de vente devront être notifiées durant le second trimestre naturel de chaque année par lettre adressée à l'Organe d'Administration, en indiquant clairement les participations que l'on désire vendre. b) Les accords d'achat seront adoptés en Assemblée Générale des associés, convoquée à cet effet, qui se tiendra au cours du troisième trimestre naturel de la même année. S'il y avait plusieurs demandes, elles seront réunies et résolues conjointement. L'achat des participations par la société elle-même sera réalisé par la réduction correspondante du capital social, conformément à ce qui est établi à l'article 40.1 b) de la Loi sur les Sociétés à Responsabilité Limitée. c) L'Assemblée Générale des associés pourra limiter le montant annuel maximum de rachats à cinq (5) pour cent du capital social. Exceptionnellement, elle pourra aussi empêcher l'amortissement lorsque concourront tant objectivement que raisonnablement des motifs économiques qui le justifient et à condition que cette décision soit adoptée par au moins la majorité des droits de vote correspondants aux parts sociales composant le capital social. d) S'il y avait plusieurs demandes et que le montant total dépasse la limite maximale établie pour ces acquisitions, le rachat des parts de chaque associé sera déterminé au prorata de ces demandes. Sans qu'il y ait besoin d'une nouvelle demande, les montants des participations non rachetés seront pris en considération l'année suivante et ainsi de suite jusqu'à ce que la vente soit complète ou jusqu'à ce que le demandeur retire sa demande. Le même procédé sera utilisé dans le cas où une seule demande de vente soit présentée et qu'elle dépasse cette limite. e) Si au cours d'une même année coïncidaient des demandes en attente non encore entièrement satisfaites provenant d'années antérieures et des demandes de l'année en cours, toutes devront être réparties au prorata (tant les anciennes que les nouvelles) en prenant comme valeur de la société celle de la dernière évaluation.

les deux cas, si bien qu'un raisonnement analogique entre promesse de vente et promesse d'achat semble très hasardeux. Dans la première on y dessine une obligation de vente qui se traduit par une exclusion de l'associé contre sa volonté, alors que dans la deuxième on établit un droit de vente qui suppose une sortie volontaire dudit associé. Si dans l'obligation de vente on peut voir une limitation ou une restriction du droit de l'associé à demeurer associé, le droit de vente présente au contraire un avantage pour l'associé, un accroissement de ses droits aux fins de faciliter son départ.

III LE PRIX

Les clauses de détermination du prix de sortie de la société constituent sans doute la partie la plus importante du processus de désinvestissement. C'est dans ce domaine que l'on peut percevoir avec le plus de clarté l'opposition d'intérêts existant entre l'associé-investisseur et les associés-entrepreneurs. Le premier désire rentabiliser au maximum son investissement tout en s'assurant qu'il ne sera soumis au risque de perte du capital investi que dans la mesure préalablement consentie. Nous pourrions dire que son profil est davantage celui d'un tiers financeur que celui d'un associé. Diverses modalités juridiques existent consistant à garantir à l'investisseur que sa sortie aura lieu dans les conditions économiques préalablement convenues ; ces modalités respectent ses intérêts et rendent plus attractif l'investissement dans le capital de ces sociétés. Parmi elles, les plus courantes spécifient une méthode pour la détermination du prix de sortie en utilisant généralement la même formule d'évaluation qu'à l'entrée dans le capital de la société ; d'autres peuvent prévoir un remboursement à un prix convenu à l'avance qui varie habituellement en fonction de la date d'exercice du droit de sortie, ou même à un prix minimum additionné d'un taux de rentabilité interne (TRI) contractuellement établi, tel un pourcentage fixe ou variable.

En Droit espagnol, la possibilité d'établir de telles clauses statutaires se heurte à un premier obstacle de grande envergure. Il s'agit de l'opinion généralisée autour de la nécessité que le prix coïncide avec la valeur raisonnable des actions ou des parts sociales. Une telle valeur, considérée comme étant un critère d'ordre public, ne saurait alors être laissée à la liberté des statuts qui ne pourraient prétendre déterminer le prix sur la base d'autres critères que celui de la valeur objective des droits sociaux. En conséquence, la DGRN rejette traditionnellement l'inscription de toute clause qui contienne un système de détermination de la quote-part de liquidation ou du prix qui ne permette pas à l'associé qui quitte la société ou qui vend ses actions ou ses parts sociales d'en obtenir leur valeur raisonnable¹⁹⁶. Elle est même allée jusqu'à méconnaître une disposition statutaire de cet ordre qui avait pu accéder au Registre du Commerce, en refusant postérieurement

¹⁹⁶ RDGRN 27-4-1990; 6-6-1990; 15-11-1991; 20-8-1993; 7-7-1994; 30-7-1994; 2-2-1995; 30-3-1999; 1-12-2003. Dans la doctrine, entre autres, GÓMEZ MENDOZA: "Régimen estatutario de la transmisión de las participaciones sociales", *RdS*, n.extr. (1994), p. 187; NIETO CAROL, U: "Régimen jurídico de las participaciones. La Transmisión", in AA VV, *La reforma de la sociedad de responsabilidad limitada*, Madrid, (1994), p. 827; GALÁN LOPEZ, C: "Transmisión forzosa y transmisión *mortis causa* de las participaciones sociales", *RdS*, n.extr. (1994), pp. 247-249; BONARDELL LENZANO, R./CABANAS TREJO, R.: *Separación y Exclusión de socios en la Sociedad de Responsabilidad Limitada*, Cizur Menor, 1998, pp. 154-163; DÍAZ MARROQUÍN: "Sobre la validez de un pacto extra estatutario modificativo del criterio del valor real establecido en estatutos para la adquisición preferente de acciones por los socios", *RdS* 17 (2001-2), p. 290; EMPARANZA SOBEJANO, A: "Normas comunes a la separación y la exclusión de socios", in *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Vol. II (dir. ROJO-BELTRÁN), Pamplona, 2011, pp. 2508-2509.

l'inscription d'un accord de réduction de capital qui prétendait la mettre en œuvre¹⁹⁷, en méconnaissance absolue de la présomption de validité, principe fondamental du droit de l'enregistrement, que l'inscription confère à l'accord et qui ne peut être dénaturée que par une décision judiciaire de nullité (art. 20.1 C.Com. et 7.1 RRM).

Le fondement légal de cette position serait contenu en premier lieu dans l'article 353 LSC auquel on attribue un caractère impératif, bien que la LSC ne se prononce pas expressément sur ce point. Cette article prévoit une procédure d'évaluation des droits sociaux consécutivement au retrait ou à l'exclusion d'un associé. Son paragraphe premier dispose en effet que "faute d'accord entre la société et l'associé sur la valeur raisonnable des parts sociales ou des actions, ou sur la personne ou les personnes chargées de procéder à leur évaluation et sur la procédure à suivre pour leur évaluation, elles seront estimées par un commissaire aux comptes distinct de celui de la société, désigné par le chef du registre du commerce du domicile social, à la demande de la société ou d'un quelconque des associés titulaires des participations ou des actions objet de cette évaluation".

Cette procédure intervient faute d'accord entre la société et l'associé, c'est-à-dire lorsqu'aucun prix n'aura été conclu entre ces deux parties¹⁹⁸. L'accord en question est donc celui susceptible d'intervenir entre l'associé qui quitte la société et les organes de cette dernière, c'est-à-dire l'organe de direction et d'administration de la société, et éventuellement l'assemblée des associés. Mais il est bien entendu que l'unique décision unilatérale de cette dernière quant au prix de sortie de l'associé, prise sur un fondement statutaire, ne saurait être assimilée à l'accord visé à l'article 353 LSC¹⁹⁹, l'associé quittant la société fut-il votant à l'assemblée²⁰⁰. *A fortiori*, l'hypothèse d'un défaut d'accord recouvre bien entendu celle où l'associé quittant la société n'a tout simplement pas émis de volonté quant au montant des droits sociaux. Dans ces hypothèses, entre en jeu la procédure subsidiaire légalement prévue, c'est-à-dire la détermination par le commissaire aux comptes de la valeur raisonnable des actions ou parts sociales malgré toute autre disposition statutaire.

Mutatis mutandis, une situation similaire existe en droit français avec l'article 1843-4 du Code civil. Cette règle dispose que lorsque sont prévues des cessions de droits sociaux d'un associé ou leur rachat par la société, en cas de désaccord, la valeur de ces droits sera déterminée par un expert désigné soit par les parties, soit, à défaut d'accord entre elles, par

¹⁹⁷ RDGRN 28-7- 2009.

¹⁹⁸ Ledit accord pourra porter sur l'évaluation concrète que les parties accordent aux actions ou aux parts sociales ou sur la personne ou personnes qui doivent les estimer et la méthode ou procédé à suivre pour leur évaluation. Il n'y a pas de consensus dans la doctrine sur le fait de savoir si, dans le premier cas, l'accord doit porter nécessairement sur la valeur raisonnable des actions ou participations ou si, dans le cadre du libre exercice de l'autonomie de la volonté, les parties peuvent s'accorder sur une valeur différente. On allègue dans ce dernier cas qu'il n'y a pas un intérêt qui légitime une limitation de l'autonomie de la volonté en ce sens, puisque le sortant se trouve suffisamment protégé par le caractère explicite et actuel de sa manifestation de volonté ou parce qu'il a toujours la possibilité de ne pas accepter la liquidation offerte par la société et d'exiger que lui soit réglée la valeur raisonnable de ses participations. D'autres, au contraire, pensent qu'ici on ne prend pas seulement en considération l'intérêt du sortant mais également celui de la société et des tiers qui peuvent se voir affectés par de graves préjudices patrimoniaux du fait des accords qui décident d'accorder au sortant une valeur supérieure à celle raisonnable. Finalement il convient de préciser que si, effectivement, la valeur raisonnable doit être respectée, au moins comme limite maximale, la sanction ne serait pas seulement, comme on peut le soutenir, la responsabilité des administrateurs, mais la nullité de la transaction par contrariété avec une norme impérative. Du seul point de vue de la responsabilité, voir ALFARO ÁGUILA-REAL, "La exclusión...", p. 915.

¹⁹⁹ Voir RDGRN 15-10-2003.

²⁰⁰ Dans ce sens, RDGRN 28-7-2009.

le président du tribunal²⁰¹. La jurisprudence²⁰² attribue à cette disposition un caractère d'ordre public, de telle sorte qu'elle prévaut face aux clauses statutaires de fixation du prix de la cession, habilitant l'expert à fixer le prix par la méthode qu'il estime opportune, sans devoir se tenir à celle prévue dans les statuts.

Cependant un tournant important en droit espagnol a été opéré par la RDGRN du 2 novembre 2010. La DGRN admet l'inscription d'une clause statutaire faisant abstraction du régime légal prévu pour l'évaluation de la quote-part de l'associé sortant, et lui substituant la méthode d'évaluation prévue dans la clause²⁰³. Cette décision est justifiée en argumentant que les dispositions de l'article 353 LSC ne sont pas applicables au cas d'espèce dans la mesure où le pacte statutaire ne porte pas sur une cause légale de retrait de l'associé, mais sur un « droit de sortie des associés » correspondant à un droit de retrait *ad nutum* permettant aux associés de céder à tout moment leurs parts sociales à la société elle-même, celle-ci étant obligée de les acheter selon les règles détaillées dans la clause.

La Résolution semble laisser entendre, avec raison, que dans les hypothèses de causes légales de retrait, la soumission au régime légal d'évaluation des participations s'impose impérativement en ce qu'il constitue une mesure de protection de la minorité face au pouvoir majoritaire. Ce dernier est en effet susceptible d'imposer des modifications de la configuration de base de la société (objet social, durée de vie, transformation en forme sociétaire avec une responsabilité accrue, etc...), ou encore de modifier des droits fondamentaux pour l'associé (transmissibilité de leurs droits sociaux, etc...)²⁰⁴. Dans ce contexte, le régime légal d'évaluation des participations constitue un mécanisme de protection de l'associé puisqu'il lui permet de quitter la société en obtenant la valeur raisonnable de ses parts sociales ; c'est ce caractère protecteur qui justifie le statut d'ordre public reconnu à l'article 353 LSC.

Cependant ce caractère manque lorsque, comme dans l'espèce de la solution du 10 novembre 2010, la sortie s'opère par la seule volonté de l'associé. Dans ce cas il ne s'agit pas de protéger l'associé individuel confronté à des décisions majoritaires en lui préservant un droit de sortie dans des conditions économiques objectivement raisonnables. Le droit de retrait *ad nutum* est un cas de sortie non prévue par la loi, qui n'est pas concédé dans une optique protectrice, mais librement consenti dans les statuts en vue d'offrir un avantage supplémentaire à l'associé, une faculté potestative de quitter la société. Dans un tel

²⁰¹ Elle dispose, littéralement, que "Dans tous les cas où sont prévus la cession des droits sociaux d'un associé, ou le rachat de ceux-ci par la société, la valeur de ces droits est déterminée, en cas de contestation, par un expert désigné, soit par les parties, soit à défaut d'accord entre elles, par ordonnance du président du tribunal statuant en la forme des référés et sans recours possible".

²⁰² Cour de cassation 4 décembre 2007, 5 mai 2009, 24 novembre 2009, 16 février 2010.

²⁰³ Concrètement, la clause statutaire dispose : "6. Évaluation de Participations et Droit de Sortie des Associés. 6.1 Évaluation des participations. Tous les deux ans, afin que les associés connaissent la valeur de leur participation dans l'entreprise, l'Assemblée Générale des Associés approuvera la forme d'évaluation ainsi qu'une évaluation de la société. Cette Assemblée Générale qui se tiendra au cours du mois de mars prendra comme base pour cette évaluation, la moyenne des bénéfices après impôt obtenus lors des quatre derniers exercices d'après les bilans clos au 31 décembre, et la valeur des biens immeubles dont l'entreprise serait éventuellement propriétaire. Pour mener à bien la première évaluation on aura recours à l'aide d'un consultant externe spécialisé. Les suivantes seront menées avec les moyens dont dispose l'entreprise en prenant comme référence celle effectuée par le consultant externe. 6.2 Droit de sortie des associés. (...) f) Le prix des participations sera celui résultant de l'évaluation de l'entreprise en vigueur au moment de l'offre, déterminé conformément à ce qui est établi au point précédant 6.1".

²⁰⁴ Autant de causes légales justifiant l'exercice de son droit de retrait par l'associé, conformément à l'article 346-1 LSC.

contexte, l'important n'est plus la protection des droits individuels, mais l'autonomie de la volonté. Par cohérence avec le fondement de la cause, puisque celle-ci est créée par la libre volonté des associés sans qu'elle réponde à des critères objectifs par l'ordonnement juridique, il paraît également logique que la forme et l'étendue de ce droit puissent aussi être intégralement régulées dans des statuts, dès lors que cela n'excède pas les limites générales de l'autonomie de la volonté (arts. 1255 et 1258 C. civ.) ni ne contredise les principes configurateurs de ce type de société (art. 28 LSC). Au vue de la solution énoncée par la DGRN, une clause de retrait *ad nutum* n'excéderait pas ces limites et ne serait pas contraire à ces principes configurateurs ; toutefois, on aurait aimé de la part de la DGRN qu'elle présente de manière plus précise et développée les fondements ayant servi de base à sa décision.

La DGRN estime en premier lieu que la clause, non seulement ne porte pas atteinte à la possibilité de transmettre les parts sociales, mais au contraire la renforce en garantissant à l'associé une valeur déterminable moyennant une méthode objective qui permet de surmonter les difficultés liés à l'absence d'accord sur la valeur des parts au moment de la sortie de l'associé.

La nécessité que le prix soit, au minimum, égal à la valeur raisonnable des actions ou des parts sociales, a traditionnellement constitué une garantie de sa licéité. Cette exigence d'un juste prix avait été avancée en doctrine par notre maître GARRIGUES, et ensuite reprise en jurisprudence avant d'être consacrée par la loi. Le droit de recevoir une compensation "juste", "adaptée" ou "raisonnable" apparaît avec une grande constance au gré de nombreux textes légaux, tandis que l'article 123.6 RRM prévoit expressément que "ne pourront pas être inscrites au Registre du commerce les restrictions statutaires qui empêchent l'actionnaire d'obtenir la valeur réelle des actions".

L'explication classiquement avancée pour justifier cette règle tient à ce que la prédétermination d'un prix trop bas pourrait dissuader l'associé de quitter la société, et attenter au principe de libre transmissibilité des droits sociaux, considéré pourtant comme fondamental dans les sociétés par actions (art. 28 LSC et 115.2 RRM). Un tel principe ne tolère que de simples restrictions. Sont interdites en revanche les stipulations aboutissant à une interdiction de transmettre, qu'il s'agisse d'interdictions explicites ou masquées, c'est-à-dire des pactes qui produisent le même résultat sous l'apparence de simples restrictions. L'article 123.2 LSC se prononce en ce sens lorsqu'il fulmine la "nullité des clauses qui rendent l'action pratiquement intransmissible". C'est également ce que propose le régime de la SL puisque, là aussi, sont nulles les clauses qui interdisent volontairement la transmission des parts sociales par actes *inter vivos*, sauf si les statuts reconnaissent à l'associé le droit de retrait de la société à tout moment (art. 108.3 LSC).

Lorsque la clause de fixation du prix amène à fixer une valeur manifestement inférieure à celle "raisonnable", "juste", ou "de marché", l'associé est confronté à une interdiction virtuelle de céder, puisque face à la perspective de vendre pour un prix dérisoire, il s'abstiendra de le faire. Cette clause pourra alors apparaître comme véritablement oppressive. C'est pour cette raison que, de telle sorte à exclure une situation de liens éternels auxquels le droit répugne traditionnellement, sont déclarées nulles les clauses qui, sous l'apparence d'une simple limitation, placent l'associé face à une fausse alternative :

demeurer dans la société ou vendre à dans des conditions telles qu'elles aboutissent à un avilissement du prix.

Le deuxième fondement classiquement avancé pour justifier l'exigence d'un juste prix renvoie à l'interdiction légale des pactes léonins (cf. art. 1691 C. civ., applicable à tout type de sociétés) : encourent ainsi une telle interdiction non seulement les pactes dans lesquels existerait une exclusion totale des pertes ou des bénéfices sociaux, mais aussi ceux aux termes desquels, par quelque moyen que ce soit, la participation aux résultats serait contractuellement fixée à un niveau largement inférieur à celui des performances de la société. De ce point de vue, on estime que le caractère impératif de la valeur raisonnable constituerait l'expression de la règle générale qui interdit, par leur caractère immoral, les clauses usuraires ou oppressives (art. 1255 C.civ.). La prohibition des clauses léonines cherche précisément à rendre effectif le droit à la participation aux bénéfices, en évitant qu'en cas de liquidation totale ou partielle de la société, ou en cas de transmission des droits sociaux à un prix non librement négocié, quelque associé soit privé de sa participation correspondante aux bénéfices accumulés. Dans cette perspective, encourt une telle prohibition tout mécanisme qui aurait pour objet ou pour effet de priver l'associé au moins de la valeur raisonnable de ses actions ou de ses participations. Un prix inférieur à celui raisonnable emporterait un dépouillement de l'associé de la part qui lui correspond dans le patrimoine social, dans les réserves et dans le boni de liquidation.

Les explications tendant à justifier l'exigence d'un prix raisonnable consistent donc à présumer une sorte de contrainte pesant sur l'associé cédant, dérivée de l'assimilation d'un prix distinct de la valeur raisonnable à un vil prix. Cette façon de raisonner, si elle peut se prévaloir d'une sorte d'intuition d'équité, a pour autant peu de profondeur juridique. Tout d'abord, il n'existe pas de lien logique, et encore légal, entre la liberté de transmission des droits sociaux et la valeur raisonnable ; tout au plus, il s'agit d'une intuition sur l'effet dissuasif qu'emporte un vil prix. En outre, la liberté de détermination statutaire d'un prix peut aboutir à un prix supérieur à la valeur raisonnable telle qu'elle pourrait être déterminée par un expert. A observer parfois le laxisme avec lequel les tribunaux appliquent la notion de prix raisonnable, il n'est pas garanti que cette procédure légale de fixation du prix n'emporte pas également à un effet dissuasif à la cession. Notons encore qu'en dehors de l'abus de droit et de la fraude, la loi oblige à présumer que les droits et obligations régulièrement constitués s'exercent de bonne foi (art. 7.1 C.civ.) ; de la sorte, une volonté de dissuader à la cession, par le biais d'une stipulation statutaire aboutissant à la fixation d'un prix qui s'écarterait du prix raisonnable, doit être prouvée par celui qui l'allègue. L'autonomie de la volonté constitue un principe capital en la matière, qui ne peut se voir écarté par une immixtion du juge et d'experts dès lors que ce type de clauses est décidé à l'unanimité ou, à tout le moins, avec le consentement des associés improprement présumés lésés. Dans la mesure où les intérêts des tiers ne sont pas impliqués, le principe *volenti non fit injuria* doit prévaloir ; l'intervention du législateur, et encore moins celle des juges et des experts, n'est pas justifiée en présence de la volonté de celui qui poursuit ses propres intérêts de la façon qui lui sied le mieux.

Il est intéressant d'observer que la DGRN précise, dans sa décision du 2 novembre 2010 admettant l'inscription d'une clause statutaire de retrait *ad nutum* à un prix s'écarterant du prix raisonnable, qu'une telle clause doit respecter les limites imposées par les usages, la bonne foi et l'interdiction de l'abus de droit (cf. art. 1 et 57 C.com., et 7, 1258, 1287 et 1291 C.civ.) de sorte que si, par les circonstances du cas concret, la fixation de la valeur des parts

sociales pouvait impliquer pour l'associé une dépendance excessive ou abusive à la société ou un préjudice pour des tiers, l'éventuel contrôle judiciaire de ce caractère serait envisageable.

La jurisprudence espagnole n'a pas encore été confrontée à certaines espèces élucidées en Droit comparé. En France par exemple, la pratique des promesses d'achat à prix planché, à tout le moins extra-statutaires, a été validé sur le terrain de la prohibition des clauses léonines, consacrée également en Espagne par l'article 1691 C.civ. Nous considérons que le principe de l'autonomie de la volonté devrait également emporter un principe de validité de telles clauses en droit espagnol, d'autant qu'il n'est pas question avec de tels mécanismes statutaires de raisonner en termes de protection de l'associé sortant. Au contraire, cet associé s'est vu octroyer un droit qui lui bénéficie, ce droit pouvant apparaître comme une juste contrepartie à l'acceptation de la position minoritaire prise par l'investisseur en capital, qui de surcroît aura pu accepter l'affectation d'une bonne part de son investissement en prime d'émission.

Bibliographie

ALFARO ÁGUILA-REAL, J.: "Conflictos intrasocietarios (Los justos motivos como causa legal no escrita de exclusión y separación de un socio en la sociedad de responsabilidad limitada)", *RDM* 22 (1996).

Idem: "La exclusión de socios", en *Tratando de la Sociedad Limitada*, AA VV, (coord. PAZ-ARES), Madrid, 1997.

Idem: *Los problemas contractuales en las sociedades cerradas*, *InDret*, 4 (2005).

ALFARO ÁGUILA REAL, J/CAMPINS VARGAS. A: "Revisión por los tribunales de los informes de los auditores que fijan el valor real de las acciones con ocasión de un derecho de preferencia estatutario. (A propósito de la SAP de Madrid, de 23 de diciembre de 2009)", *RdS* 35 (2010-2). Aranzadi Insignis.

BONARDELL LENZANO, R./CABANAS TREJO, R.: *Separación y Exclusión de socios en la Sociedad de Responsabilidad Limitada*, Cizur Menor, 1998.

CAMPINS VARGAS, A: "¿Puerta abierta a la libre fijación en estatutos del precio de las participaciones? A propósito de la RDGRN de 2 de noviembre de 2010", *RdS* 36 (2011-1) Aranzadi Insignis.

DÍAZ MARROQUÍN: "Sobre la validez de un pacto extra estatutario modificativo del criterio del valor real establecido en estatutos para la adquisición preferente de acciones por los socios", *RdS* 17 (2001-2).

EMPARANZA SOBEJANO, A.: "Causas estatutarias de separación", en *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Vol. II (dir. ROJO-BELTRÁN), Pamplona, 2011, pp. 2479 et ss.

Ídem. "Normas comunes a la separación y la exclusión de socios", en *Comentario de la Ley de*

Sociedades de Capital, Vol. II (dir. ROJO-BELTRÁN), Pamplona, 2011, pp. 2506 et ss.

FAJARDO GARCÍA, I. G.: *El derecho de separación del socio en la sociedad limitada*, Valencia, 1996.

FARRANDO MIGUEL, I: *El derecho de separación del socio en la Ley de Sociedades Anónimas y la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, Madrid, 1998.

GALÁN LOPEZ, C: "Transmisión forzosa y transmisión *mortis causa* de las participaciones sociales", *RdS* , n.extr. (1994).

GÓMEZ MENDOZA: "Régimen estatutario de la transmisión de las participaciones sociales", *RdS* , n.extr. (1994).

MARTÍNEZ SANZ, F "Causas de separación del socio en la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada", *RdS* 6 (1996).

NIETO CAROL, U: "Régimen jurídico de las participaciones. La Transmisión", en AA VV, *La reforma de la sociedad de responsabilidad limitada*, Madrid, 1994.

PERDICES, A. "Llévame contigo" (Las cláusulas de venta conjunta de acciones y de participaciones)", <http://www.uam.es/mercantil>.

RONCERO SÁNCHEZ, A: "La compra y venta forzosa de acciones\ (sell out y squeeze out)", *RdS* 33 (2009- 2), Aranzadi Insignis.

ANNEXE 4 :

REFLEXIONS AUTOUR DE LA FRONTIERE ENTRE LA POSITION D'ACTIONNAIRE ET DE CREANCIER DANS LES SOCIETES DE CAPITAUX EN DROIT ESPAGNOL.

Une étude à la lumière de l'émission d'obligations convertibles.

Pilar MONTERO GARCÍA-NOBLEJAS
Professeur de Droit Commercial
Université d'Alicante (Espagne)

I. Préambule

Les obligations convertibles se présentent comme un système particulièrement pertinent dans la réflexion sur les différences et les similitudes entre les titres de créance et les titres de capitaux dans la mesure où nous nous trouvons face à un type de valeur « hybride » présentant des caractéristiques intermédiaires entre les titres de créance et les titres de capitaux, étant donné qu'elles permettent la conversion des premiers en les seconds²⁰⁵. Les obligataires qui acquièrent des obligations convertibles ont, en premier lieu, le statut de créanciers, tout en ayant une position particulière puisqu'ils peuvent convertir leur droit de créance en capital et de cette façon se lier au risque d'entreprise inhérent aux parts détenues dans le capital. On considère ainsi que le droit dont dispose l'obligataire est similaire à celui qui découle d'un contrat d'option, en ce qu'il se rapproche des systèmes qui peuvent être employés pour garantir la position de l'acquéreur d'actions auquel est attaché un contrat d'option. Ainsi, nous analyserons dans un premier temps le régime juridique espagnol applicable aux obligations convertibles, en mettant tout particulièrement l'accent sur leur caractérisation juridique ainsi que sur la fonction qu'elles remplissent. Nous étudierons ensuite plus particulièrement le régime espagnol de conversion des obligations en actions, le régime de protection des obligataires ainsi que la détermination du prix de la conversion, en tant qu'élément extrêmement important pour le respect du capital de la société et la position des anciens actionnaires. Enfin, nous procéderons à une comparaison entre cette situation et celle générée lorsqu'un actionnaire tente de protéger son investissement, en se garantissant la sortie de la société à un prix intéressant, éliminant ainsi le risque de perte individuelle inhérent à toute acquisition d'actions.

²⁰⁵ La conversion se présente ainsi comme un élément structurel de ces valeurs, qui les accompagne dès leur naissance, GARCÍA DE ENTERRÍA., J., *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, Pamplona, page 2831.

II. Caractérisation et fonction des obligations convertibles en actions

Les obligations convertibles constituent un type d'obligations²⁰⁶ ; il s'agit donc de valeurs intégrant un droit de créance face à la société émettrice. Nous nous trouvons ainsi face à des créanciers de la société. Leur spécificité réside dans leur nature dans une certaine mesure « hybride » qui les situe entre les titres de créance et les titres de capitaux, puisqu'elles ont la possibilité de transformer leur qualité de créancier en celle d'actionnaire de la société.

C'est précisément cette nature que met en évidence la différence qui existe entre la position juridique de l'obligataire avant la conversion, et sa position une fois exercé ce droit, dans la mesure où par l'acquisition des actions correspondantes il devient actionnaire de la société, et par conséquent, participe au risque d'entreprise que comporte la participation au capital d'une société.

Cette circonstance selon laquelle il est donné à l'obligataire la possibilité de choisir de transformer son titre de créance en une participation au capital de la société implique qu'il est possible de considérer que le droit concédé lors de la conversion est de nature similaire au droit découlant d'une convention d'option, dans la mesure où nous nous trouvons devant une situation transitoire au cours de laquelle il est permis au bénéficiaire de transformer sa qualité de créancier en celle d'associé, par l'acquisition d'un nombre déterminé d'actions à un prix donné²⁰⁷.

Pour que l'émission d'obligations convertibles soit possible, de la même façon que cela se produirait avec un contrat d'option sur des actions, il est nécessaire que la société dispose, ou soit en position de disposer, des actions nécessaires pour faire face à un éventuel exercice de ces droits de conversion. Ainsi, le fait qu'il s'agisse d'une situation incertaine, tant en ce qui concerne l'exercice ou non du droit de conversion qu'en ce qui concerne le nombre d'actions nécessaires pour faire face à ce droit, fait qu'il est judicieux de prévoir l'autorisation de l'assemblée générale relative à l'augmentation de capital correspondant dans la proportion nécessaire pour répondre au droit de conversion. La réalisation effective de l'augmentation de capital reste toutefois subordonnée à la volonté du porteur des obligations convertibles. En somme, la société ne sait pas si son capital devra être augmenté, ni dans quelle proportion il devra l'être.

²⁰⁶ Il n'est donc pas possible de considérer que nous nous trouvons face à un *tertium genus* ; elles se caractérisent comme des obligations, mais leur spécificité réside dans le fait que le titulaire participe aux risques des capitaux propres dans la mesure où la valeur de ces derniers affecte *per relationem* celle du droit de conversion, voir FERNANDEZ DEL POZO, L., *El fortalecimiento de recursos propios*, Madrid, 1992, pages 147-148.

²⁰⁷ FERNANDEZ DEL POZO, L., *El fortalecimiento de recursos propios*, *op. cit.* page 117. Mais elles doivent être différenciées des obligations avec droit de souscription (*warrant*) qui sont des obligations ordinaires intégrant le droit de souscrire ou d'acquérir des actions de la société émettrice à des conditions fixées à l'avance ; dans ce cas, on ne parle pas de conversion, mais il est donné la faculté d'obtenir des titres d'actions tout en conservant la qualité d'obligataire, voir URIA, R., *Curso de Derecho Mercantil*, Madrid, 2006, page 999.

L'émission d'obligations convertibles constitue un mode de financement des sociétés alternatif au financement par emprunt bancaire²⁰⁸. Cette circonstance, associée à la protection accordée aux titulaires de ces obligations dans l'optique de préserver leurs droits potentiels d'associé dans la société, permet de considérer que nous nous trouvons face à un financeur créancier de la société qui a la possibilité d'en devenir associé ; le porteur d'obligations convertibles est un créancier et associé en puissance.

III. Régime juridique des obligations convertibles

1. Considérations préalables

L'émission d'obligations doit aller de pair avec la reconnaissance ou la création d'une créance (cf. art. 401 du Décret Royal Législatif 1/2010 du 2 juillet approuvant le texte révisé de la Loi sur les Sociétés de Capitaux, ci-après LSC). Cette première caractéristique met en évidence la fonction typique de l'émission d'obligations comme instrument de financement, que l'on doit en outre considérer plus proche des émissions qui prévoient une relation de change fixe, puisque dans les obligations impliquant une relation de change variable, la réduction sur le prix d'émission ne permettra pas au destinataire de bénéficier des hausses de prix qu'il pourrait avoir contribué à générer²⁰⁹.

Traditionnellement, le droit espagnol admettait la possibilité d'émettre des obligations convertibles de façon très large mais cette situation a été modifiée par la Loi sur les Sociétés de Capitaux qui a expressément établi l'interdiction pour les personnes physiques, les sociétés civiles, les sociétés collectives, les sociétés en commandite simple et les sociétés à responsabilité limitée d'émettre ces titres²¹⁰. Ainsi, l'émission d'actions convertibles pourra uniquement être réalisée par les sociétés anonymes, les sociétés en commandite par actions, les sociétés coopératives (cf. art. 54.1 Loi 27/1999), les groupements d'intérêt économique, les sociétés de cautionnement mutuel (art. 3 Loi 1/1994), les fondations, les associations et les caisses d'épargne²¹¹.

Il importe de souligner la nature typiquement collective de l'émission d'obligations convertibles, qui se présentent comme des droits négociables adressés à un nombre indéterminé de personnes²¹². La nature des obligations convertibles les fait relever des « titres participatifs » et dans cette mesure, elles devront le cas échéant remplir les

²⁰⁸ URÍA, R., *Curso de Derecho Mercantil*, op. cit. page 981.

²⁰⁹ Pour une analyse des unes et des autres relations de change dans les obligations, voir GARCÍA DE ENTERRÍA, J., "El significado de la nueva regulación de las obligaciones convertibles en acciones", *RDM*, 195, janvier-mars, 1990, pages 12 et suivantes ; TAPIA HERMIDA, A., "Las obligaciones convertibles en Derecho español", *AAVV : Derecho de sociedades anónimas*, II, vol. 2, Coord : ALONSO UREBA y otros, Madrid, 1994, pages "Las obligaciones...", pages 1109 et suivantes.

²¹⁰ Cf. art. 402 de la Loi sur les Sociétés de Capitaux et disposition supplémentaire 1^{ère}.

²¹¹ BROSETA PONT/MARTINEZ SANZ, *Manual de Derecho Mercantil*, Madrid, 2011, page 513.

²¹² En ce qui concerne la nature négociable des obligations, DOMINGUEZ GARCÍA, M.A., *La emisión de obligaciones por sociedades anónimas*, Pamplona, 1994, pages 72 et suivantes.

exigences d'information du public auxquelles sont soumises les émissions d'actions sur les marchés de titres financiers²¹³.

Notons que dans les sociétés cotées, il n'y a pas de limitation concernant le montant des obligations convertibles pouvant être émises (cf. art. 111 de la Loi sur le Marché des Valeurs Mobilières modifiée par la Loi 62/2003 du 30 décembre 2003 sur les mesures fiscales, administratives et d'ordre social, qui supprime le plafond d'endettement résultant de l'émission d'obligations dans les sociétés cotées).

2. Répartition des compétences entre organes lors de l'émission d'obligations convertibles

En ce qui concerne la procédure d'émission d'obligations convertibles, la nécessité de s'assurer dès le début de la possibilité que soit exercé le droit de conversion implique de prendre une résolution simultanée et irrévocable d'augmentation de capital²¹⁴. A cette augmentation s'appliquera le régime d'émission d'actions nouvelles prévu par la Loi sur les Sociétés de Capitaux²¹⁵. Ainsi, en ce qui concerne la répartition des compétences entre organes, sera bien entendu requise l'intervention de l'Assemblée Générale qui devra autoriser l'augmentation de capital du montant nécessaire pour répondre à l'éventuelle demande de conversion des obligations. Cette décision constitue un moyen permettant de garantir l'effectivité de l'exercice du droit de conversion des obligataires : une fois qu'aura été accordée l'autorisation d'augmenter le capital, les administrateurs seront tenus de l'exécuter en fonction des demandes de conversion reçues et sans limitation dans le temps²¹⁶.

Conformément à l'article 319 du Règlement du Registre du Commerce, l'Assemblée Générale peut également déléguer aux administrateurs la possibilité de décider seuls, dans les limites fixées par elle, et pour une durée maximale de cinq ans, de l'émission d'obligations convertibles et du montant corrélatif de l'augmentation de capital potentielle²¹⁷. Il s'agit là de l'hypothèse de la délégation prévue par l'article 297.1.b), dont le

²¹³ Cf. art. 26.2.II. LMV : « il sera entendu par titres participatifs les actions et les titres négociables équivalents aux actions, ainsi que tout autre type de titres négociables permettant d'acquérir des actions ou des titres équivalents aux actions, par leur conversion ou par l'exercice des droits qu'ils confèrent, à condition que ces titres soient émis par l'émetteur des actions sous-jacentes ou par une entité appartenant au groupe de l'émetteur ».

²¹⁴ Mais on connaît également dans la pratique ce que l'on appelle les obligations échangeables, pour lesquelles sont utilisées des actions que la société détient dans son portefeuille, ALONSO ESPINOSA, F.J., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Coord: ARROYO, I./EMBID, J.M., Madrid, 2009, page 2818 ; GARCÍA DE ENTERRIA, J., Voz "Obligación convertible", dans *EJB*, Madrid, 1995, page 4514 ; GALLEGO SÁNCHEZ, E., *Derecho Mercantil. Parte Primera*, Valencia 2012, page 437 ; TAPIA HERMIDA, A., "Las obligaciones...", *op. cit.* pages 1115 et suivantes ; SANZ GARCÍA, J., "Emisiones de obligaciones convertibles: 1) Delegación en los administradores de las facultades de acordarlas o de completar los acuerdos. 2) Exclusión del derecho de suscripción preferente", *RdS*, 8, 1997, page 274.

²¹⁵ TAPIA HERMIDA, A., "Las obligaciones...", *op. cit.* page 1142.

²¹⁶ Dans ce cas, la limite générale d'un an pour l'exécution des accords de l'assemblée fixée par l'article 297.1.a) de la Loi sur les Sociétés de Capitaux ne s'applique pas.

²¹⁷ Cf. art. 319 du Règlement du Registre du Commerce : Délégation de la faculté d'approuver l'émission d'obligations. 1. Pour être inscrit, l'acte authentique passé par les administrateurs faisant usage de la faculté d'émettre des obligations déléguée par l'Assemblée générale précisera, en plus des circonstances générales et de celles prévues au paragraphe premier de l'article 130, le contenu intégral de l'accord de délégation, le montant

régime est assez strictement encadré par des limites légales : l'augmentation ne pourra excéder la moitié du capital social au moment de l'autorisation et devra en outre être réalisée contre des apports en numéraire²¹⁸.

3. L'accord de l'assemblée générale

L'augmentation de capital prévue pour faire face à la conversion d'obligations se présente comme une augmentation par compensation de créances, et ce raison en raison de la qualité de créanciers des obligataires²¹⁹. En ce qui concerne le contenu de l'accord de l'Assemblée Générale sur l'émission d'obligations convertibles, la doctrine déduit de l'examen des divers préceptes juridiques que l'accord devrait au minimum contenir : le montant total des obligations à émettre, le fait qu'il s'agisse d'obligations convertibles, les bases et modalités de la conversion, le montant de l'augmentation de capital et le délai maximum pour qu'elle soit menée à bien²²⁰.

L'article 414 de la loi sur les sociétés de capitaux fixe la nécessité pour les associés réunis en assemblée de décider des bases et des modalités de la conversion, en stipulant dans le paragraphe suivant la nécessité pour les administrateurs d'établir un rapport préalable sur cette question. En ce qui concerne les « bases et modalités de conversion », la doctrine estime que devrait être incluse la parité de conversion en tant qu'élément essentiel dans le contrat de souscription d'obligations convertibles, qui représente le critère mathématique déterminant le nombre d'actions pouvant être obtenues pour chaque obligation convertible²²¹. Les deux types de parité possibles pouvant être établies sont les parités fixes et les parités variables. Dans les premières, au moment d'émettre les obligations, la société fixe de façon précise le nombre d'actions auquel aura droit l'obligataire au moment de convertir ses obligations. Cette opération présente un caractère spéculatif et aléatoire marqué, semblable économiquement à une convention d'option permettant d'acquérir des

décidé pour la limite de délégation et celui restant à disposition. 2. Les administrateurs devront faire usage de la faculté déléguée dans un délai de cinq ans. Cette possibilité était admise par l'article 130 du Règlement du Registre du Commerce de 1956, bien que la délégation était limitée à un délai de trois ans, puis a ensuite été interdite par l'article 283.3 du Règlement du Registre du Commerce de 1989, lequel a suscité diverses critiques dans la doctrine, où l'on considérait qu'elle devait être modifiée pour s'adapter à la réglementation communautaire, voir CACHÓN BLANCO, J.E., "Las obligaciones convertibles: régimen jurídico", CDC, 8 décembre, 1990, pages 108-109 ; sur les différents courants doctrinaux suscités par la rédaction antérieure, voir SANZ GARCÍA, J., "Emisiones de obligaciones...", op. cit. pages 274 et suivantes.

²¹⁸ Sur la finalité de l'opération de délégation de l'émission d'obligations convertibles au profit des administrateurs, voir SANZ GARCÍA, J., "Emisiones de obligaciones...", op. cit. page 275, qui affirme que le placement des obligations convertibles peut ainsi intervenir lorsque les conditions du marché sont plus favorables, l'organe d'administration faisant preuve de plus grande souplesse et de plus grande réactivité par rapport à l'Assemblée Générale.

²¹⁹ TAPIA HERMIDA, A., "Las obligaciones...", op. cit. page 1141 ; GARCÍA DE ENTERRÍA., J., *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, op. cit. page 2839, qui met en évidence la façon dont, dans la Loi sur les Sociétés Anonymes, était établie dans l'article 156.2 en référence à l'augmentation par compensation de créances.

²²⁰ SANZ GARCÍA, J., "Emisiones de obligaciones...", op. cit. page 275 ; ALONSO ESPINOSA, F.J., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas...*, op. cit. page 2800 qui affirme ainsi qu'il s'agit d'aspects soustraits à la compétence de l'organe d'administration.

²²¹ ALONSO ESPINOSA, F.J., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas...*, op. cit. page 2801 ; ANGULO RODRIGUEZ, L., *Comentarios a la Ley de sociedades anónimas*, Dir: SÁNCHEZ CALERO, F., T. VIII, pages 397 et suivantes

actions à un prix déterminé²²², laissant planer le risque d'un éventuel non exercice des conversions au cas où la valeur des actions n'inciterait pas à convertir. Il s'agit du type de conversion correspondant à la réglementation prévue par notre législation²²³. Il existe d'autre part la possibilité de prévoir des parités variables, dans lesquelles, au moment de la souscription des obligations, le souscripteur ne connaît pas la parité de conversion future, étant donné que celle-ci va dépendre de certains paramètres, comme par exemple la valeur vénale des actions sur une période de temps déterminée, l'application d'une décote de conversion, etc... Ces parités variables consistent à motiver les obligataires à convertir, tout simplement parce qu'il en va de leur intérêt. De fait, dans les opérations de capital investissement, il s'agira d'un moyen efficace de garantir un minimum de rentabilité à l'investissement, le taux de conversion variant en fonction des performances de la valeur des titres. Ces systèmes, pourrions-nous dire, aboutissent à modifier indirectement et artificiellement la valeur de marché de titres²²⁴, celle-ci ne servant plus d'ancrage objectif à la rentabilité potentielle, mais servant une rentabilité préalablement contractualisée et se retrouvant dans le contrat d'émission des obligations convertibles.

En plus du rapport de parité, les bases et modalités de conversion incluront les « termes et conditions » des obligations, qui feront référence aux différentes caractéristiques juridiques et économiques de l'émission (délais d'amortissement, de conversion, type d'intérêt, etc.)²²⁵. Il semble en outre impératif, au regard de la rédaction de l'article 418.2 de la Loi sur les Sociétés de Capitaux, que l'assemblée générale détermine le délai maximal pour que soit menée à bien la conversion. Il s'agit précisément de l'avantage que présente ce type de titres, qui permet à l'obligataire de disposer d'un laps de temps pour apprécier

²²² GARCÍA DE ENTERRÍA, J., "El significado...", *op. cit.* pages 12 et suivantes.

²²³ GARCÍA DE ENTERRÍA, J., "El significado...", *op. cit.* pages 20 et suivantes et 59 et suivantes ; *idem.* Voz "Obligación convertible", *op. cit.* page 4514 ; IGLESIAS, J.L. /PAZ ARES, C., "Obligaciones convertibles y exclusión del derecho de suscripción preferente", publié dans InDret, Barcelona, Janvier 2007, page 25 ; TAPIA HERMIDA, A.J., voz : "Obligación convertible", *EJB*, Madrid, 1995, page 822 ; ALONSO ESPINOSA, F.J., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas*, *op. cit.* page 2801 ; SANZ GARCÍA, J., "Emisiones de obligaciones convertibles...", *op. cit.* pages 277-278 détaille le fait que dans les émissions d'obligations convertibles typiques, seules conviendraient les relations de parité fixes, mais dans les émissions atypiques, les relations de parité variables pourraient être employées ; en faveur de la possibilité de reconnaître les obligations avec relation de parité variable ANGULO RODRIGUEZ, L., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas...*, *op. cit.* pages 394 et suivantes ; CACHÓN BLANCO, J.E., "Las obligaciones convertibles: régimen jurídico", *op. cit.* page 117 ; FERNANDEZ DEL POZO, L., *El fortalecimiento de recursos propios*, *op. cit.* pages 161 à 164, reconnaît la possibilité d'émettre des obligations avec parité variable, et considère applicables les normes établies dans le régime général de la Société Anonyme (désormais Loi sur les Sociétés de Capitaux), mais avec les corrections d'interprétation opportunes. GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, *op. cit.* pages 2833 et 2856.

²²⁴ ALONSO ESPINOSA, F.J., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas*, *op. cit.* page 2801.

²²⁵ GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, *op. cit.* pages 2834-2835 ; ANGULO RODRIGUEZ, L., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas...*, *op. cit.* pages 397 et suivantes, estime, au titre de contenu du rapport des administrateurs, que doit être spécifié la catégorie d'actions issues de la conversion et le type de parité de conversion, qui peut être fixe ou variable, en indiquant les limites minimales et maximales de cette variabilité ; doivent également figurer le caractère facultatif ou obligatoire de la conversion, le moment ou la période à laquelle pourra être sollicitée la conversion ainsi que le lieu et la forme par laquelle s'exprimera et sera communiquée la volonté de convertir les obligations en actions ; ALONSO ESPINOSA, F.J., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas*, *op. cit.* page 2802 détaille le fait que dans tous les cas l'assemblée ne doit pas approuver tous les détails de l'opération de façon minutieuse, mais qu'il suffira d'approuver une ou plusieurs modalités parmi les multiples modalités possibles.

l'intérêt qui existe à convertir, en étudiant l'évolution de la valeur des actions²²⁶.

En tenant compte du fait que le rapport des administrateurs a pour destinataires les actionnaires, il apparaît tout particulièrement utile de faire apparaître dans ce rapport les besoins financiers de la société émettrice, l'utilité de recourir à cet instrument de financement et les avantages que représente l'émission, en particulier au regard de son incidence sur la situation économique de la société²²⁷.

Se pose également la question de savoir si la possibilité de déléguer la compétence d'émettre des obligations convertibles aux administrateurs inclurait ou non la possibilité de déterminer eux-mêmes les bases et les modalités de la conversion²²⁸, ou si au contraire, ces questions doivent rester dans le cadre des compétences insusceptibles d'être déléguées par l'assemblée générale²²⁹. Il semble que l'assemblée générale puisse valablement déléguer cette compétence. Et il est certain que, comme le met en évidence la doctrine, les délégations de l'assemblée accordées aux administrateurs quant à l'émission d'obligations convertibles soient fréquemment si vastes que cela ne fait pas beaucoup de différence avec le fait de laisser aux administrateurs la liberté de fixer les modalités de conversion qu'ils estiment opportunes²³⁰. Mais il faut toutefois rappeler que l'assemblée générale demeure compétente pour fixer ces modalités, et qu'elle peut donc limiter la liberté des administrateurs en la matière. Il semble même en réalité judicieux que l'assemblée établisse, si ce n'est la parité de conversion, au moins les bases permettant de la déterminer ou les limites dans lesquelles elle devrait être établie. En effet, comme cette conversion offre la possibilité d'acquérir des actions de la société, il importe au premier chef que l'assemblée conserve un droit de regard sur un mécanisme susceptible d'être préjudiciable aux actionnaires. Du reste, la délégation de l'assemblée en faveur des administrateurs pour l'émission d'obligations convertibles inclura également la délégation permettant d'augmenter le capital du montant corrélatif au volume de conversion, étant donné, comme on l'a rappelé plus haut, qu'il s'agit là d'un élément structurel indissociable de l'émission d'obligations convertibles conditionnant l'efficacité de l'exercice futur du droit des porteurs²³¹.

Par ailleurs, l'article 292.2 de la Loi sur les Sociétés Anonymes prévoit l'obligation de joindre au rapport des administrateurs un rapport établi par un commissaire aux comptes différent de celui qui a audit les comptes de la société. Ce rapport ne doit pas rentrer dans des appréciations subjectives quant à l'opportunité de ce moyen de financement ; il doit se contenter de contrôler que le rapport des administrateurs comporte toutes les informations nécessaires et qu'il n'est pas contradictoire avec les autres informations comptables de la

²²⁶ TAPIA HERMIDA, A., "Las obligaciones...", *op. cit.* page 1170, qui détaille l'importance de la fixation d'un tel délai, dans la mesure où, par l'enjeu des effets de la conversion, il s'agit d'une faculté qui ne peut être concédée *sine die* au bénéfice des porteurs des obligations convertibles.

²²⁷ ANGULO RODRIGUEZ, L., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas...*, *op. cit.* page 400.

²²⁸ Voir en ce sens GARCÍA DE ENTERRÍA., J., *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, *op. cit.* page 2834.

²²⁹ SANZ GARCÍA, J., "Emisiones de obligaciones...", *op. cit.* page 275.

²³⁰ GARCÍA DE ENTERRÍA., J., *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, *op. cit.* page 2835.

²³¹ TAPIA HERMIDA, A., "Las obligaciones...", *op. cit.* pages 1138 et suivantes ; GARCÍA DE ENTERRÍA., J., *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, *op. cit.* page 2835.

société²³². Conformément aux dispositions régissant les cas d'augmentation de capital, et bien que la loi ne le stipule pas expressément, il est entendu que les deux rapports doivent être mis à la disposition des actionnaires au siège social de la société à compter du moment où est publiée la convocation de l'assemblée, de même que les actionnaires auront la possibilité de demander leur envoi ou leur transmission gratuitement, en vertu du droit d'information de l'associé préalablement à l'assemblée générale (cf. art. 287 de la Loi sur les Sociétés de Capitaux)²³³.

Dans la lignée des règles protectrices de l'intégrité du capital, en particulier de sa fonction de garantie des créanciers, la Loi sur les Sociétés de Capitaux pose des limites à la fixation du prix d'émission des obligations convertibles. Ainsi, l'article 415 de la Loi sur les Sociétés de Capitaux dispose que les obligations convertibles ne peuvent être souscrites pour un montant inférieur à leur valeur nominale, de même que les obligations convertibles ne peuvent être converties en actions lorsque leur valeur nominale est inférieure à la valeur nominale de celles-ci. La doctrine estime que la première des interdictions est excessivement rigide et insuffisante pour protéger l'intégrité du capital social, dans la mesure où elle pourrait avoir un sens uniquement dans les cas de parités de conversion au pair et avec une totale équivalence entre les valeurs nominales des obligations et des actions. D'autre part, le plus important n'est pas le prix d'émission mais le remboursement effectif exigé des souscripteurs, qui doit correspondre au moins à la valeur nominale des actions qu'ils pourront recevoir au moment de la conversion. Il est pour cette raison considéré qu'il s'agit d'une limitation inutile de la liberté de l'émetteur, qui devrait pouvoir fixer le prix d'émission en fonction des critères financiers les mieux adaptés à sa situation²³⁴. La seconde des précisions protège l'intégrité du capital, dans la mesure où elle ne se réfère pas à la valeur d'émission mais à la relation de conversion, et où elle empêche la société d'établir une relation de conversion fixe permettant au titulaire des obligations convertibles d'acquérir des actions ayant une valeur nominale supérieure à celle des obligations qu'il possédait. Cette règle peut être tout particulièrement utile dans les cas d'obligations avec une parité de conversion variable dans la mesure où dans ce cas, elles seront soumises à une limite, fixée ou non dans les conditions d'émission, qui se concrétisera par l'interdiction d'augmenter le capital d'un montant supérieur à la valeur nominale des obligations converties²³⁵.

En tenant compte du fait que l'émission d'obligations convertibles n'empêche qu'une augmentation de capital potentielle, celle-ci n'apparaîtra pas au passif du bilan tant qu'elle

²³² GARCÍA DE ENTERRÍA., J., *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, op. cit. page 2836 ; ANGULO RODRIGUEZ, L., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas...*, op. cit. page 400 ; TAPIA HERMIDA, A., "Las obligaciones...", op. cit. pages 1151 et suivantes.

²³³ ALONSO ESPINOSA, F.J., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas...*, op. cit. page 2803 ; en ce qui concerne le rapport des administrateurs GARCÍA DE ENTERRÍA., J., *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, op. cit. page 2836 ; ANGULO RODRIGUEZ, L., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas...*, op. cit. page 400 estime que ces informations peuvent également bénéficier aux souscripteurs futurs des obligations dans la mesure où ils pourront obtenir davantage d'éléments facilitant leur décision.

²³⁴ GARCÍA DE ENTERRÍA., J., *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, op. cit. pages 2838-2839.

²³⁵ GARCÍA DE ENTERRÍA., J., *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, op. cit. page 2839 ; ANGULO RODRIGUEZ, L., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas...*, op. cit. page 407.

n'aura donné lieu à souscription de la par des titulaires desdites obligations²³⁶.

4. Le droit de souscription préférentiel des actionnaires lors de l'émission d'obligations convertibles

Les actionnaires bénéficient d'un droit de préférentiel de souscription lors de l'émission des obligations convertibles (cf. art. 416.1 de la Loi sur les Sociétés de Capitaux), afin de protéger leur participation au capital de l'éventuelle dilution qui se produirait en cas de conversion de celles-ci²³⁷. Il s'agit de la contrepartie logique à l'absence d'un tel droit préférentiel au moment de la conversion des obligations en actions (cf. art. 304.2 de la Loi sur les Sociétés de Capitaux). Toutefois, la symétrie n'est pas parfaite avec le principe de droit préférentiel dans le cas classique d'émission de nouvelles actions : le droit préférentiel porte sur des obligations qui pourront le cas échéant ne pas donner lieu à la conversion, ce qui réduit le risque de dilution des actionnaires.

Le droit préférentiel de souscription des obligations convertibles sera soumis au régime général établi pour les cas d'augmentation de capital, étant donné le renvoi figurant à l'article 416.2 de la Loi sur les Sociétés de Capitaux. Ainsi, à titre essentiel, le droit préférentiel de souscription est proportionnel à la valeur nominale des actions détenues par les actionnaires (cf. art. 304.1 de la Loi sur les Sociétés de Capitaux). Le délai dont disposeront les actionnaires pour exercer leur droit sera celui fixé par les administrateurs, et ne pourra excéder un mois ou quinze jours pour les sociétés cotées (cf. articles 305 et 503 de la Loi sur les Sociétés de Capitaux). Le caractère transmissible de ce droit préférentiel devra en outre être respecté, afin que les actionnaires puissent obtenir bénéficier d'une contrepartie supplémentaire en compensation de la dilution de leur participation dans le capital (cf. art. 306.2 de la Loi sur les Sociétés de Capitaux)²³⁸.

La possibilité de suppression de ce droit de souscription préférentiel dans le cas des obligations convertibles a suscité une attention particulière. Antérieurement à la réforme de la Loi sur les Sociétés Anonymes par la Loi 3/2009 relative aux modifications structurelles des sociétés commerciales, la doctrine débattait de la possibilité d'une telle suppression, dans la mesure où il n'y avait pas de renvoi exprès opéré par l'article réglementant cette suppression dans le cas des obligations convertibles²³⁹. Cette incertitude a abouti à ce que le

²³⁶ ALONSO ESPINOSA, F.J., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas*, op. cit. page 2804.

²³⁷ GARCÍA DE ENTERRÍA, J., "El significado...", *op. cit.* page 42 note 50 affirme que dans les cas d'obligations convertibles avec relation de change fixe, le respect du droit de souscription préférentiel des actionnaires est encore plus justifié puisque dans ce cas, la possibilité que les actions finissent par être émises pour un prix – celui de la conversion – très inférieur à celui du marché fait que la dilution future des réserves constitue un risque considérable.

²³⁸ Voir GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, op. cit. page 2843 ; ALONSO ESPINOSA, F.J., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas*, op. cit. page 2805.

²³⁹ Étaient ainsi favorables à la possibilité de suppression du droit préférentiel de souscription des obligations convertibles IGLESIAS, J.L. /PAZ ARES, C., "Obligaciones convertibles...", *op. cit.* pages 4 et suivantes ; TAPIA HERMIDA, J., "Las obligaciones convertibles...", *op. cit.* pages 1162 et suivantes ; idem. *Voz : "Obligación convertible"*, *op. cit.* page 822 ; ALONSO ESPINOSA, F.J., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas*, op. cit. pages 2818 et 2819 ; SANZ GARCÍA, J., "Emisiones de obligaciones convertibles...", *op. cit.* pages 281 et 282 proposait que l'article 292 de la Loi sur les Sociétés Anonymes renvoie expressément à l'article

Tribunal de Justice des Communautés Européennes (TJCE) déclare que l'Espagne n'avait pas respecté les obligations découlant de l'application de la seconde Directive²⁴⁰, en ne prévoyant pas de façon expresse la faculté pour l'assemblée générale de supprimer le droit de souscription préférentiel en matière d'obligations convertibles. Cette condamnation des juridictions européennes a amené à l'introduction de l'article 417 actuel de la Loi sur les Sociétés de Capitaux dans lequel se trouve expressément envisagé la possibilité de supprimer ce droit.

La première condition de fond exigée pour la suppression de ce droit préférentiel de souscription, de même que pour le cas général de l'exclusion du droit de souscription préférentiel à l'occasion d'une augmentation de capital, est formulée de cette manière : « lorsque l'intérêt de la société l'exige ». Il apparaît évident qu'il est difficile de déterminer quels sont ces cas, dans la mesure où l'intérêt de la société est un concept juridique non défini qui doit être étudié au cas par cas²⁴¹. Il n'en demeure pas moins que l'exigence liée à l'intérêt social constitue un élément qui conditionne la validité de la suppression du droit préférentiel²⁴² : conformément aux diverses opinions doctrinales, la suppression doit être adaptée, nécessaire et proportionnelle à l'intérêt de la société²⁴³. La doctrine signale cependant qu'il est opportun de faire une interprétation plus large de cet intérêt dans le cas des sociétés cotées, dont la levée de financements doit être facilitée par rapport aux sociétés fermées ; aussi, l'exigence de satisfaction de l'intérêt social serait remplie dès lors que l'émetteur obtient tout type d'avantage économique à la suppression de ce droit²⁴⁴.

La seconde condition nécessaire pour supprimer le droit préférentiel de souscription

159 de la Loi sur les Sociétés Anonymes ; URIA, R./MENENDEZ, A., *Curso de Derecho Mercantil*, I, *op. cit.* page 1083 ; SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de derecho mercantil*, Navarra, 2006, page 608.

²⁴⁰ Cf. art. 29.6 de la Seconde Directive qui prévoit cette suppression du droit de souscription préférentiel. Voir le jugement du TJCE 18.12.2008 (affaire C-338/06), sur le même thème ALONSO ESPINOSA, F.J., « *Comentarios a la STJCE de 18 de Diciembre de 2008 sobre el derecho de suscripción preferente de acciones y de obligaciones convertibles en acciones a favor de los accionistas y de los titulares de obligaciones convertibles en acciones* », *RdS*, pages 133 et suivantes

²⁴¹ Lors de la détermination de cet intérêt social, les différentes conceptions de la société anonyme, contractuelle ou institutionnelle, sont mises en évidence, cf. SANCHEZ ANDRÉS, A., *El derecho de suscripción preferente del accionista*. Madrid 1973, page 338.

²⁴² Des voix se sont élevées qui défendent une interprétation large de cette condition, ALFARO AGUILA-REAL, J., *Interés social y derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica*. Madrid, 1995, pages 89 et suivantes ; VAZQUEZ ALBERT, D., *La exclusión del derecho de suscripción preferente*, Madrid, 2000, pages 204-208. La modification de la disposition par la loi 44/2002 sur la réforme des mesures du système financier, réitérant la nécessité de l'existence de cet intérêt, en la répétant même dans le cas du capital autorisé, exige qu'il ne puisse en aucun cas être fait abstraction de la justification objective de l'existence de cet intérêt, ainsi ALONSO LEDESMA, « *Disposición adicional novena: la reforma del régimen de la exclusión del derecho de suscripción preferente* », dans *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de Noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero*, (Coord.: SÁNCHEZ CALERO, F., y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.). Navarra, 2003, pages 690 et 691.

²⁴³ Un résumé des diverses positions peut être trouvé dans VAZQUEZ ALBERT, D., *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, *op. cit.* page 1665 ; YANES YANES, P., *Voz: "Exclusión del derecho de suscripción preferente"*, *Diccionario de Derecho de sociedades*, Madrid, 2006, page 600.

²⁴⁴ GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, *op. cit.* pages 2847-2848 qui met en évidence le fait que, dans les sociétés cotées, la norme est que ces émissions soient réalisées sans droit de souscription préférentiel, en tenant compte du fait qu'il est généralement utilisé pour des stratégies complexes de financement, normalement incompatibles avec l'existence d'un droit préférentiel des associés ; SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU, J.C., *Comentario al régimen legal...*, *op. cit.* pages 356-357 signale qu'il semble que, dans les sociétés cotées, le caractère raisonnable de la mesure soit suffisant.

concerne les modalités de vote à l'assemblée générale. Le régime général établi par l'article 417 de la Loi sur les Sociétés de Capitaux fait référence à l'accord nécessaire de l'assemblée générale suivant les conditions requises pour la modification des statuts. Il devra être indiqué sur la convocation de l'assemblée la proposition de suppression du droit de souscription préférentiel (417.2.c), et pour satisfaire à la finalité informative de ce document²⁴⁵, il est en outre nécessaire de faire figurer dans cette convocation le type des nouvelles parts sociales ou actions créées ainsi que le droit des associés à examiner au siège social le ou les rapports des administrateurs et du commissaire aux comptes sur le projet d'émission. De plus, l'information des actionnaires se trouve complétée par l'obligation faite aux administrateurs d'établir un rapport dans lequel ils justifient de façon détaillée la proposition de suppression du droit préférentiel (417.2.a).

Enfin, est exigé le rapport d'un commissaire aux comptes contenant un avis technique sur le caractère raisonnable des données contenues dans le rapport des administrateurs relatif à la proposition de suppression du droit préférentiel de souscription ; ce rapport doit également se prononcer sur la justesse de la parité de conversion et, le cas échéant, proposer des formules d'ajustement de cette règle conversion afin d'éviter une éventuelle dilution de la participation économique des actionnaires. La première évaluation dudit rapport doit consister en un avis limité aux données susceptibles d'être évaluées, sans qu'il ne soit question d'un jugement relatif à la justesse de l'opération ou de son adéquation à l'intérêt de la société. Egalement, le commissaire aux comptes devra apprécier le caractère approprié de la parité de conversion, eu égard à l'accroissement de la perspective de dilution qu'emporte la suppression du droit préférentiel de souscription. Il ressort clairement de cette mission du commissaire aux comptes que le droit veille à ce que les émissions d'actions convertibles avec suppression du droit préférentiel de souscription ne s'opèrent pas en-deçà de la valeur réelle ou raisonnable non justifiée par des motifs liés à l'intérêt social²⁴⁶.

Dans les sociétés cotées, la décision de suppression du droit préférentiel de souscription peut être déléguée par l'assemblée générale aux administrateurs, et ce dans le cadre de la délégation globale aux fins d'émission des actions convertibles (voir art. 511 de la Loi sur les Sociétés de Capitaux) ; dans ce cas, les administrateurs devront tenir compte, dans l'optique éventuelle de déterminer la parité de conversion, de la valeur raisonnable telle que résultant du rapport du rapport du commissaire aux comptes (cf. art. 506.4 de la Loi sur les Sociétés de Capitaux).

5. Exercice du droit de conversion

Comme l'affirme la doctrine, il se produit lors de l'exercice du droit de conversion des obligations convertibles une novation subjective du contrat de prêt qui requiert le

²⁴⁵ GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, op. cit. page 2849 ; TAPIA HERMIDA, J., "Las obligaciones convertibles...", op. cit. page 1142.

²⁴⁶ IGLESIAS, J.L. /PAZ ARES, C., "*Obligaciones convertibles...*", op. cit. page 14.

consentement de l'obligataire²⁴⁷ ; on observe ainsi dans l'explication proposée une similitude avec le contrat d'option, puisque la doctrine a considéré que la loi concevait l'acte de conversion comme un droit d'option exclusif de l'obligataire, qui doit choisir tant l'opportunité que le moment de la conversion²⁴⁸. Ainsi la faculté de conversion produit des effets similaires à la faculté d'exercice de certains droits d'option²⁴⁹.

En ce qui concerne le délai dont disposent les obligataires pour l'exercice de l'option de conversion, l'article 418 de la Loi sur les Sociétés de Capitaux dispose que si l'Assemblée d'actionnaires ne prévoit pas d'autres dispositions, les obligataires pourront solliciter la conversion « à tout moment », établissant ainsi un système de convertibilité continue²⁵⁰. L'article 418.2 de la Loi sur les Sociétés de Capitaux dispose également que quel que soit le cas, l'Assemblée générale devra indiquer le délai maximum pour que puisse être menée à bien la conversion. Cette exigence s'explique de par l'importance des effets produits par la faculté de convertir, ce qui implique tout de même une certaine prévisibilité que permet la stipulation d'un délai²⁵¹. Dans la pratique, il est habituel de prévoir des délais de conversion courts, bien que cela dépende en grande partie du type de parité fixé. Ainsi, dans les cas d'obligations avec parité de conversion fixe, à la différence des cas de parité variable, un délai de conversion court permettra de mieux apprécier l'intérêt qui existe à émettre et à souscrire à l'obligation convertible, pour cette raison que l'anticipation de la valeur future de l'action est plus aisée à court terme²⁵². Il ne semble pas y avoir d'inconvénient à ce que plusieurs délais de conversion soient prévus, et éventuellement conditionnés au respect de certaines exigences et événements²⁵³.

En cas d'exercice du droit de conversion par les obligataires, la société devra émettre et transférer les actions correspondantes²⁵⁴. Afin d'éviter des inconvénients d'ordre pratique pour les sociétés, la loi prévoit, pour les cas dans lesquels est prévue une convertibilité continue, un regroupement des conversions en périodes semestrielles, en disposant que les administrateurs émettront, au cours du premier mois de chaque semestre, les actions nécessaires en faveur des obligataires ayant sollicité la conversion, l'augmentation de capital correspondant aux actions émises devant être inscrite au cours du mois suivant au Registre du Commerce²⁵⁵. Mais il s'agit là d'un régime d'émission supplétif, et rarement employé

²⁴⁷ Dans la mesure où il se produit un passage de la qualité de créancier à la qualité d'associé, voir ANGULO RODRIGUEZ, L., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas...*, op. cit. page 417.

²⁴⁸ TAPIA HERMIDA, A., "Las obligaciones...", op. cit. page 1168.

²⁴⁹ *Comp.*, favorable à l'idée de prévoir une possibilité de convertibilité forcée, et non pas seulement optionnelle, voir ANGULO RODRIGUEZ, L., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas...*, op. cit. page 417 ; TAPIA HERMIDA, A., "Las obligaciones...", op. cit. page 1168.

²⁵⁰ GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, op. cit. page 2853 ; TAPIA HERMIDA, A., "Las obligaciones...", op. cit. page 1174.

²⁵¹ ANGULO RODRIGUEZ, L., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas...*, op. cit. page 419.

²⁵² GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, op. cit. page 2853.

²⁵³ GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, op. cit. page 2854.

²⁵⁴ Ordinaires, préférentielles ou actions sans droit de vote, voir TAPIA HERMIDA, A., "Las obligaciones...", op. cit. pages 1171-1172.

²⁵⁵ Cf. art. 418. 1 de la Loi sur les Sociétés de Capitaux ; il s'agit donc d'augmentations de capital à exécution différée, fractionnée et progressive, réalisées dans la mesure nécessaire pour faire suite aux demandes de conversion, voir TAPIA HERMIDA, A., "Las obligaciones...", op. cit. page 1138 ; GARCÍA DE ENTERRÍA, J., "El significado...", op. cit. page 31

dans la pratique, dans la mesure où les sociétés émettrices s'obligent généralement à émettre les actions dans des délais plus courts²⁵⁶.

6. Mesures anti-dilution

Le régime des obligations convertibles prévoit une série de mesures « anti-dilution » de nature juridique, qui tentent de garantir aux titulaires d'obligations convertibles la préservation de la valeur économique des actions jusqu'au moment de l'émission, dans la mesure où tant que le droit de conversion est en suspens, l'émetteur est libre de mener à bien des opérations susceptibles de porter préjudice à la qualité potentielle d'actionnaire de l'obligataire. Cette situation met une nouvelle fois en évidence le statut particulier de l'obligataire, à mi-chemin entre le créancier et l'actionnaire.

Le régime prévoit des mesures de protection vis-à-vis d'opérations de type organisationnel et patrimonial impactant la société et qui pourraient affecter la participation future de l'obligataire ; en revanche, les obligataires ne sont pas protégés contre les pertes de valeur de la participation dues à des causes « naturelles » de type économique et financier qui relèvent clairement du risque lié à l'investissement réalisé²⁵⁷.

Les précisions données à l'article 418 de la Loi sur les Sociétés de Capitaux tentent d'équilibrer les effets aussi bien de certaines des formes d'altération que de certaines formes d'amélioration non justifiée de la valeur du droit de conversion²⁵⁸. Ces effets diffèrent selon le type de parité de conversion ; en présence d'une parité de conversion variable, ils sont atténués dans la mesure où la variabilité pourra précisément les intégrer et les anticiper en prévoyant une méthode de détermination du taux de conversion destinée à les neutraliser²⁵⁹. Mais la réglementation espagnole raisonne, comme il l'a été rappelé plus haut, sur les bases d'une parité de conversion fixe ; c'est la raison pour laquelle l'article 418 précité énonce les mesures utiles pour préserver les droits des obligataires.

L'une des opérations les plus susceptible de porter atteinte aux droits des obligataires est bien entendu l'augmentation de capital. Il est nécessaire de distinguer le cas de l'augmentation de capital par incorporation de réserves de l'augmentation de capital par nouveaux apports ou par compensation de dettes.

Dans le premier cas d'augmentation de capital, la loi exige que la parité de conversion des obligations en actions soit modifiée proportionnellement au montant de l'augmentation de capital de sorte qu'elle affecte de la même façon les actionnaires et les obligataires. Cette règle acquière bien entendu tout son sens dans les cas où la parité de conversion est fixe²⁶⁰ ; dans une telle hypothèse, à défaut de mesure d'équilibrage, les actions proposées aux obligataires représenteraient une part moindre dans le capital de la société, et produiraient

²⁵⁶ GARCÍA DE ENTERRÍA., J., *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, op. cit. page 2854. TAPIA HERMIDA, A., "Las obligaciones...", op. cit. page 1173.

²⁵⁷ GARCÍA DE ENTERRÍA., J., "El significado...", op. cit. pages 33 et suivantes ; ALONSO ESPINOSA, F.J., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas...*, op. cit. pages 2819 et suivantes.

²⁵⁸ ANGULO RODRIGUEZ, L., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas...*, op. cit. pages 420 et suivantes

²⁵⁹ GARCÍA DE ENTERRÍA., J., *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, op. cit. page 2855.

²⁶⁰ Et leur insignifiance dans les relations variables, voir GARCÍA DE ENTERRÍA., J., *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, op. cit. page 2856.

ce faisant une dilution de la position des obligataires. L'équilibrage passera soit par l'augmentation du nombre d'actions proposées en échange, soit par l'augmentation de la valeur nominale de celles-ci²⁶¹. Inversement, il s'agira parfois de protéger les anciens actionnaires face à une amélioration injustifiée des effets de la conversion au profit des porteurs d'obligations convertibles, comme il pourrait en être ainsi à l'occasion d'une réduction du capital motivée par des pertes. La solution est de même nature que celle qui prévaut en matière d'augmentation de capital, mais appliquée dans un sens différent : la parité de conversion est modifiée proportionnellement au montant de la réduction de sorte qu'elle affecte de la même façon les actionnaires et les obligataires. Notons que si la réduction du capital n'est pas motivée par des pertes, mais par des excédents de trésorerie permettant un rachat des titres suivi de leur annulation, réduisant ainsi le nombre de droits sociaux en circulation et augmentant par contre coup leur valeur vénale, la réglementation exige que soit offerte aux obligataires, préalablement à cette réduction de capital et avec des garanties suffisantes, la possibilité d'effectuer la conversion, de telle sorte à leur permettre de retirer les bénéfices de cette restitution des capitaux dans les mêmes conditions que les actionnaires en place. Cette solution adoptée par la réglementation espagnole a suscité des critiques dans la mesure où elle est susceptible de modifier de façon unilatérale l'un des éléments les plus importantes de l'émission, c'est-à-dire la date ou la période de disponibilité de l'option de conversion, outre le fait qu'elle puisse donner lieu à des pratiques frauduleuses²⁶² et qu'elle protège uniquement les obligataires qui décident d'exercer leur droit de conversion de manière anticipée, sans apporter de solution à ceux qui décident de ne pas le faire²⁶³.

Par rapport à la situation précédente, l'opération qui suppose une augmentation de capital par réalisation de nouveaux apports ou par compensation de dettes est actuellement à la source d'inconvénients plus importants. En effet, l'article 416 de la Loi sur les Sociétés de Capitaux ne prévoit pas de façon expresse l'existence du droit préférentiel de souscription au bénéfice des titulaires d'obligations convertibles. De telles augmentations de capital, toujours dans l'hypothèse d'une parité de conversion fixe, engendrent nécessairement une dilution de la valeur politique et potentiellement financière des actions proposées aux obligataires²⁶⁴. L'ancienne réglementation prévoyait en faveur des porteurs d'obligations convertibles l'existence d'un droit préférentiel de souscription, mais il s'agissait d'un système qui suscitait également son lot de critiques²⁶⁵. Or, cette règle a été supprimée

²⁶¹ Ajustement qui devrait être complété par l'attribution d'une partie des réserves ou bénéfices destiné(e)s à l'augmentation pour couvrir la différence de valeur par effet de l'intégration de ceux-ci au capital, selon ALONSO ESPINOSA, F.J., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas*, op. cit. page 2807.

²⁶² ANGULO RODRIGUEZ, L., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas...*, op. cit. page 420-421.

²⁶³ ALONSO ESPINOSA, F.J., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas*, op. cit. page 2808, qui propose l'interdiction absolue de réaliser ces opérations lorsqu'il existe des obligations convertibles, en s'inspirant de l'état du droit français tel qu'il était posé à l'article L. 225-161 c. com. avant l'ordonnance du 26 juin 2004 ; GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, op. cit. page 2857.

²⁶⁴ La dilution financière est tributaire des termes de l'augmentation de capital, selon GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, op. cit. page 2857.

²⁶⁵ Ainsi la doctrine mettait en évidence le fait qu'il ne s'agissait pas du meilleur système de protection de l'obligataire, en plus de ne pas apporter de solutions pour les cas d'augmentations de capital avec augmentation

suite au jugement du Tribunal Judiciaire des Communautés Européennes du 18 décembre 2008, qui estima que l'octroi de ce droit aux titulaires d'obligations convertibles contrevenait à la Seconde Directive relative aux sociétés prévoyant qu'il ne pouvait bénéficier qu'aux actionnaires et proportionnellement à la part du capital représentée par leurs actions (cf. art. 29.1)²⁶⁶. Mais, comme le dénonce la doctrine, il a été procédé à l'abrogation de ce droit sans définir aucun autre système protecteur de la situation juridique des obligataires confrontés à une augmentation de capital. Leur protection, dans cette situation, relève donc de la marge supplétive laissée au contra d'émission, qui pourra prévoir des formules d'ajustement de la parité de conversion²⁶⁷.

IV. L'exercice du droit de conversion et le cas d'un contrat d'option : associé contre créancier

Par l'exercice de son droit de conversion, l'obligataire devient actionnaire de la société ; l'une des principales caractéristiques de ce changement est qu'il va désormais être exposé au risque que comporte la participation au capital d'une société, obtenant en contrepartie l'ensemble des droits revenant aux actionnaires et qui le distinguent sa qualité antérieure de l'obligataire.

La modification des intérêts des actionnaires a été mise en évidence ces dernières années par l'entremise de la figure tutélaire de l'investisseur sur les marchés financiers, lequel, s'il participe au capital de la société, le fait dans une optique financière spéculative, en cherchant à cette fin les moyens de garantir ses « positions » par un déplacement du risque d'entreprise à des tierces personnes²⁶⁸. Cette évolution de l'intérêt de l'actionnaire a été bien entendu accompagnée par celle de l'intérêt social dans les sociétés de capitaux, de plus en plus sensible à l'objectif de maximisation de la valeur des actions de la société (principe de *shareholder value*). La délimitation du concept d'intérêt social n'est pas une question simple dans la mesure où il s'agit d'un concept mouvant, nécessitant un ciselage permanent et reflétant les multiples opinions relatives à la fonction économique et sociale

de la valeur nominale des actions, voir ALONSO ESPINOSA, F.J., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas*, op. cit. page 2806.

²⁶⁶ BROSETA PONT, M./MARTÍNEZ SANZ, F., *Manual de Derecho Mercantil*, Madrid, 2011, page 512 ; ALONSO ESPINOSA, F.J., "Comentarios a la STJCE de 18 de Diciembre de 2008...", op. cit. pages 146 et suivantes, qui considérait que cette suppression en droit espagnol n'était pour autant pas nécessaire, dans la mesure où la contrariété à la Directive ne concerne que les obligations convertibles avec parité de conversion fixe auquel s'ajoute un droit préférentiel de souscription.

²⁶⁷ GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, op. cit. page 2858 ; ou par l'intermédiaire de la reconnaissance expresse par l'assemblée générale d'un droit de souscription préférentiel, qui ne pourra en aucun cas être permanent, voir ALONSO ESPINOSA, F.J., "Comentarios a la STJCE de 18 de Diciembre de 2008...", op. cit. page 149. Sur les divers systèmes de protection envisageables au bénéfice des obligataires, cf. FAYOS FEBRER, J.B., "Obligaciones convertibles y derecho de preferencia a la luz de la última reforma societaria y de la jurisprudencia comunitaria", dans *RDM*, numéro 272, 2009, pages 526 et suivantes.

²⁶⁸ SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *Sociedad anónima modelo 1998...*, op. cit. page 4.

des sociétés de capitaux²⁶⁹. Ce débat semble trop connu pour qu'il soit nécessaire de s'y arrêter en profondeur. Rappelons seulement que se confrontent les approches institutionnelles et contractuelles de la société. Le courant institutionnel met en avant, en plus des intérêts des actionnaires, d'autres intérêts distincts présents dans la société anonyme tels que celui des travailleurs, des créanciers, des fournisseurs (*stakeholders*)²⁷⁰. Le courant contractuel quant à lui identifie l'intérêt social à l'intérêt des actionnaires²⁷¹. La maximisation de la valeur des actions en tant que moyen permettant de satisfaire l'intérêt social s'inscrit dans le courant contractuel, dans lequel prédomine l'assimilation de l'intérêt social à l'intérêt des actionnaires. La prévalence de ce paramètre de maximisation de la valeur des actions présente de graves problèmes si l'on a recours à une interprétation institutionnelle de l'intérêt social, qui défend la nécessité d'encadrer d'autres intérêts également présents dans la société anonyme²⁷². Il pose également problème dans la mesure où la préoccupation de la création de valeur actionnariale détourne les associés de leurs fonctions institutionnelles. Le bon fonctionnement des organes sociaux en pâtit, considérant le désintérêt des actionnaires qui ne sont plus en position de développer les fonctions de contrôle et de prise de décisions conférées par la loi ; d'où ce courant fort, favorisé par le Droit Communautaire, tendant à stimuler l'intérêt des associés dans la société et à encourager leur participation dans celle-ci.

Cette préoccupation pour la création de valeur dans le cadre d'un investissement financier pourrait également être transposée au secteur des sociétés non cotées, amenées à

²⁶⁹ SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Madrid 1973, page 338 ; ESTEBAN VELASCO, G., *El poder de decisión en las sociedades anónimas*, Madrid, 1982, page 401.

²⁷⁰ Terme anglo-saxon faisant référence à tout un ensemble de personnes de qualités diverses dont les intérêts peuvent être affectés par l'intervention d'une organisation, qu'elle soit d'entreprise ou non, mais, de nos jours, le terme est principalement utilisé pour faire référence aux personnes intéressées ou concernées par les décisions d'une organisation d'entreprise, en particulier par les grandes firmes ouvertes aux marchés de capitaux, voir ALONSO LEDESMA, C., Voz: "stakeholders", *Diccionario de Derecho de sociedades*, Madrid, 2006, page 1249.

²⁷¹ JAEGER, P.A., *L'interesse sociale*, Milano, 1964, *in totum* ; revisité par le même auteur, "*L'interesse sociale rivisato (quarant'anni dopo)*", *Giur. Comm.*, 2000, pages 795 et suivantes ; pour une analyse de l'évolution des deux théories, cf. la réflexion de COTTINO, G., "*Contrattualismo e istituzionalismo*", *Riv. Soc.*, 50, 2005, pages 693 et suivantes, semble intéressante : cet auteur analyse les deux positions et affirme qu'elles évoluent en interdépendance ; voir dans notre doctrine ESTEBAN VELASCO, G., - *Interés social, buen gobierno y responsabilidad social corporativa (algunas consideraciones desde una perspectiva jurídico-societaria)*, *AAVV Responsabilidad social corporativa, aspectos jurídico-económicos*, Castello de la Plana, 2005, pages 15 et suivantes ; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., SÁNCHEZ CALERO-GUILARTE, J., "*El interés social y los varios intereses presentes en la sociedad anónima cotizada*", *RDM*, 246, Octobre-décembre 2002, page 1653 et suivantes.

²⁷² JAEGER, P.A., "*L'interesse sociale...*", *op. cit.* pages 795 et suivantes, en particulier 804 et suivantes et 811, affirme que malgré l'apparente essence contractuelle qui peut être observée dans le principe de *shareholder value*, on pourrait également y voir une version moderne des théories institutionnelles, considérant l'entreprise non pas comme une communauté de personnes mais comme un « paquet d'argent » qui doit toujours augmenter ; l'auteur conclut que cette vision particulière de l'intérêt de la société présente des caractéristiques communes aux deux théories traditionnelles qui peuvent par conséquent être conciliées dans leurs applications pratiques ; SANCHEZ ANDRÉS, A., "*Stock options, asistencia financiera de la sociedad y otras paradojas (el revés de la trama)*", dans *AA VV Stock options, Tres perspectivas: Mercantil, laboral y Fiscal*, Navarra, 2002 page 30 met en évidence la nature épisodique de la vision institutionnaliste de la société anonyme dans les régimes juridiques européens ; cf. une analyse de l'évolution de ces théories dans ESTEBAN VELASCO, G., *El poder de decisión...*, *op. cit.* pages 582 et suivantes.

se tourner vers l'investissement en capital notamment en période de difficulté d'accès au financement bancaire. Mais pour l'investisseur, la différence est importante entre une société ouverte et une société fermée, en raison de l'absence pour cette dernière d'un marché de cotation des titres rendant liquide l'investissement. La condition pour qu'une logique d'investissement financier puisse se développer dans les sociétés non cotées consiste donc à organiser la liquidité de l'investissement, c'est à dire pallier l'absence de marché et rendre possible une sortie facile de l'investisseur en actions. Dans cette optique de favoriser la liquidité de l'investissement, il serait possible que certains associés concluent avec les investisseurs des contrats d'option de vente portant sur les actions de ces derniers.

La date sortie de l'investisseur étant déterminée *ab initio*, cela peut potentiellement amener certains d'entre eux à se comporter comme des créanciers dont le terme de l'exigibilité de la créance est déterminé avec précision. Ceci est d'autant plus vrai que les techniques optionnelles, outre la liquidité financière du titre qu'elles organisent, permettraient de garantir une valeur de sortie de l'investisseur en capital, qui verrait donc sa situation considérablement se rapprocher de celle d'un créancier. Du point de vue de sa situation juridique, il s'est placé dans une position privilégiée vis-à-vis des autres associés. Vis-à-vis de la société, l'investisseur financier pourrait être davantage préoccupé par le fait de rentabiliser son investissement à l'horizon de sa sortie, que par le fait d'exercer ses droits politiques et de participer à la détermination de la stratégie politique de la société ; le tout pourrait donc favoriser des politiques d'entreprise à court terme.

La capacité de pouvoir déterminer une valeur de sortie par le biais des techniques optionnelles peut potentiellement aboutir à un décalage au cas où cette valeur serait supérieure à la valeur des actions telle que déterminée au regard de la situation patrimoniale de la société. Toutefois, rappelons que dans une telle situation, seul un actionnaire particulier et déterminé pourra se voir lésé, parce qu'il l'a accepté, et non la société elle-même, qui n'est pas débitrice de l'obligation d'acquiescer ; au contraire, même, la société tirera profit la plupart du temps de la dynamique d'une telle opération, qui aura été conclue afin de permettre par exemple que puisse être menée à bien une augmentation de capital nécessaire à sa viabilité²⁷³.

L'actionnaire qui concède ce droit à l'investisseur financier subira potentiellement une perte significative, tandis que ce dernier se sera vu garantir son investissement face aux risques de pertes inhérents à toute acquisition d'actions d'une société. Il n'existe pas de sanction de principe à de telles transactions en droit espagnol ; seul le cas inverse, aboutissant à des transactions à vil prix, pourrait tomber sous l'emprise des règles gouvernant la validité des contrats. En droit espagnol, selon les règles de théorie générale gouvernant l'efficacité des contrats, de tels aménagements conventionnels seraient susceptibles d'être attaqués lorsque la vente est réalisée à un prix très inférieur au prix normal des actions ; dans un tel cas, ils seraient sanctionnés sur le fondement des pactes

²⁷³ Voir Jugement Cour de cassation civile Chambre commerciale 3 mars 2009.

léonins ou abusifs²⁷⁴, dans la mesure où serait démontré que l'absence réelle de prix aboutit à en faire des contrats dépourvus de cause²⁷⁵. Un trop fort décalage entre le prix de la transaction et la valeur des actions au regard de l'état patrimonial de la société pourrait également mettre sur la voie d'un contrat simulé, à condition que puisse être démontré que les parties ne souhaitent pas réaliser une transmission d'actions, mais en réalité octroyer un crédit. Mais, outre la difficulté d'une telle preuve qui requiert la démonstration d'une volonté sous-jacente au contrat ostensible, il doit être souligné que la jurisprudence espagnole admet la possibilité que soient conclus des contrats qui procèdent d'une seule opération juridique dont la cause, complexe, résulte d'une série de transactions dont certaines peuvent apparaître comme très déséquilibrées mais qui participent chacune à l'équilibre globale de cette opération²⁷⁶.

L'exigence d'un prix raisonnable en droit espagnol n'intervient que dans des contextes de cession non librement consenties, à l'image, dans la société à responsabilité limitée, des cessions à des tiers présentés par la société consécutivement au refus d'agrément opposé au cessionnaire initialement pressenti par le cédant. En cas de défaut d'accord sur la valeur du prix des parts dans cette hypothèse précise, la loi espagnole dispose que le prix doit correspondre à la valeur raisonnable des parts au jour où a été communiquée à la société l'intention de transmettre ; ce prix devra être évalué par un commissaire aux comptes autre que le commissaire aux comptes de la société (art. 107.2.d) de la Loi sur les Sociétés de Capitaux).

²⁷⁴ Voir Jugement de la Cour Provinciale de Valence du 9 décembre 2004 : l'espèce concerne un contrat ostensible comportant l'achat-vente d'actions en échange d'un prix que les parties dénaturent volontairement par l'intermédiaire d'un contrat occulte, dans lequel est convenu un prix différent pour les actions de l'une des parties. Prix qui, selon le juge, ne peut être qualifié d'abusif ou de léonin si l'on ne connaît aucune des données de quelque nature pouvant servir à le considérer disproportionné, déclarant par conséquent la pleine validité du contrat d'achat-vente de certaines actions, sans que l'on ne puisse arriver à la conclusion que la convention dont on invoque la nullité ne soit frappée de défaut de cause ou ne soit illicite, puisqu'il s'agit d'un achat-vente avec un objet et un prix librement stipulé par les parties.

²⁷⁵ DIEZ-PICAZO, L., *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*, Navarra, 2007, pages 280-281, mettant en évidence le fait que doivent être considérés comme des contrats dépourvus de cause ceux dont le résultat obligatoire est juridiquement ou socialement injustifié.

²⁷⁶ Cf. Jugement de la Cour Suprême du 6 avril 1992 dans lequel il est affirmé que le pacte de « *fiducia cum creditore* » (fiducie-sûreté) se définissait déjà comme un contrat en vertu duquel une personne (le constituant) transmet en pleine propriété un bien ou un droit déterminé à une autre personne (fiduciaire) afin de lui garantir le paiement d'une dette, avec l'obligation de la part de celle-ci de le transmettre à son ancien propriétaire une fois remplie l'obligation assurée (*pactum fiduciae*), sans que, par conséquent, il ne puisse être qualifié de contrat fictif, apparent, simulé ou dissimulé, mais bien de contrat existant et désiré par les parties contractantes qui l'établissent par l'intermédiaire d'un acte formel mixte et composé de deux actes indépendants, mais avec un objectif unitaire, l'un de nature réelle par lequel se trouve transmise la propriété, et un autre de nature personnelle qui contraint à la restitution du bien ou droit acquis lorsque l'obligation de crédit, assurée par le premier, se trouve soldée, se constituant dans son ensemble comme un contrat pourvu d'une cause, conformément à l'article 1274 du Code Civil.

BIBLIOGRAPHIE

- ALFARO AGUILA-REAL, J., *Interés social y derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica*. Madrid, 1995.
- ALONSO ESPINOSA, F.J., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Coord : ARROYO, I./EMBID, J.M., Madrid, 2009.
- “Comentarios a la STJCE de 18 de Diciembre de 2008 sobre el derecho de suscripción preferente de acciones y de obligaciones convertibles en acciones a favor de los accionistas y de los titulares de obligaciones convertibles en acciones”, *RdS*, pages
- ALONSO LEDESMA, C., “Disposición adicional novena: la reforma del régimen de la exclusión del derecho de suscripción preferente”, dans *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de Noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero*, (Coord.: SÁNCHEZ CALERO, F., y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.). Navarra, 2003, pages 681 à 706
- Voz : “stakeholders”, *Diccionario de Derecho de sociedades*, Madrid, 2006, pages 1249 et suivantes.
- ANGULO RODRIGUEZ, L., *Comentarios a la Ley de sociedades anónimas*, Dir: SÁNCHEZ CALERO, F., T. VIII, articles 260 et suivantes, pages 390 et suivantes
- BROSETA PONT/MARTINEZ SANZ, *Manual de Derecho Mercantil*, Madrid, 2011.
- CACHÓN BLANCO, J.E., “Las obligaciones convertibles: régimen jurídico”, *CDC*, 8 décembre 1990, pages 107 et suivantes
- COTTINO, G., “Contrattualismo e istituzionalismo”, *Riv. Soc.*, 50, 2005, pages 693 et suivantes
- DIEZ-PICAZO, L., *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*, Navarra, 2007.
- DOMINGUEZ GARCÍA, M.A., *La emisión de obligaciones por sociedades anónimas*, Pamplona, 1994
- ESTEBAN VELASCO, G. *El poder de decisión en las sociedades anónimas*, Madrid, 1982.
- *Interés social, buen gobierno y responsabilidad social corporativa (algunas consideraciones desde una perspectiva jurídico-societaria)”, AAVV Responsabilidad social corporativa, aspectos jurídico-económicos*, Castello de la Plana, 2005, pages 15 et suivantes
- FAYOS FEBRER, J.B., “Obligaciones convertibles y derecho de preferencia a la luz de la última reforma societaria y de la jurisprudencia comunitaria”, dans *RDM*, número 272, 2009, pages
- FERNANDEZ DEL POZO, L., *El fortalecimiento de los recursos propios*, Madrid, 1992.
- GALLEGO SÁNCHEZ, E., *Derecho Mercantil. Parte Primera*, Valence, 2012.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “El significado de la nueva regulación de las obligaciones convertibles en acciones”, *RDM*, 195, janvier-mars, 1990, pages 7 et suivantes
- Voz “Obligación convertible”, dans *EJB*, Madrid, 1995, pages 4514 et suivantes
- *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, Pampelune, 2011.
- IGLESIAS, J.L. /PAZ ARES, C., “Obligaciones convertibles y exclusión del derecho de suscripción preferente”, publié dans *Indret*, Barcelone, janvier 2007.
- JAEGER, P.A., *L’interesse sociale*, Milan, 1964.
- MATTEI, U., “La riforma del diritto societario italiano. Una nuova ricezione acustica?”, *Riv. Dir. Comm.*, nº 9-10, septembre-octobre 2003, pages 618 et suivantes
- SANCHEZ ANDRÉS, A., *El derecho de suscripción preferente del accionista*. Madrid 1973.

- voz "*Derecho de suscripción preferente (Dº Mercantil)*", *EJB*, Madrid, 1995, pages 2256 à 2261.
- *Sociedad anónima modelo 1998. Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*. Madrid, 1999.
- "*Stock options, asistencia financiera de la sociedad y otras paradojas (el revés de la trama)*", dans AA VV *Stock options, Tres perspectivas: Mercantil, laboral y Fiscal*, Navarra, 2002, pages 13 et suivantes
- SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de derecho mercantil*, Navarra, 2006
- SÁNCHEZ CALERO-GUILARTE, J., "*El interés social y los varios intereses presentes en la sociedad anónima cotizada*", *RDM*, 246, octubre-décembre, 2002, pages 1653 et suivantes
- SANZ GARCÍA, J., "*Emisiones de obligaciones convertibles: 1) Delegación en los administradores de las facultades de acordarlas o de completar los acuerdos. 2) Exclusión del derecho de suscripción preferente*", *RdS*, 8, 1997, pages 272 et suivantes
- TAPIA HERMIDA, A.J., "*Las obligaciones convertibles en Derecho español*", AAVV : *Derecho de sociedades anónimas*, II, vol. 2, Coord : ALONSO UREBA y otros, Madrid, 1994, pages 1095 et suivantes
- Voz : "*Obligación convertible*", *Diccionario de Derecho de sociedades*, Dir. ALONSO LEDESMA, C., Madrid, 2006, pages 820 et suivantes
- URIA, R., *Curso de Derecho Mercantil*, Madrid, 2006.
- VAZQUEZ ALBERT, D., *La exclusión del derecho de suscripción preferente*, Madrid, 2000.
- YANES, YANES, p., Voz : "*Exclusión del derecho de suscripción preferente*", *Diccionario de Derecho de sociedades*, Dir. ALONSO LEDESMA, C., Madrid, 2006, pages 599 et suivantes

ANNEXE 5 :

LA PROTECTION DE L'INVESTISSEUR ET LES PACTES D'ACTIONNAIRES

Jorge Moya Ballester

Professeur de Droit Commercial à l'Université d'Alicante

1. Préambule

Les sociétés à responsabilité limitée et les sociétés anonymes non cotées constituent un instrument adapté à l'entreprise familiale ou de taille réduite. Dans ce type de sociétés, les associés apprécient de façon très positive le caractère fermé de leur organisation. Ce caractère fermé, qui permet aux associés fondateurs d'autoriser l'entrée de nouveaux actionnaires dans la société, a pour contrepartie la difficulté que rencontrent certains associés minoritaires pour quitter la société. Ces difficultés peuvent faire obstacle à l'arrivée d'investisseurs professionnels apportant des capitaux nécessaires à la performance de l'entreprise imaginée par les associés fondateurs.

Pour faire face à cette situation, il a été créé divers mécanismes qui tentent de protéger l'associé investisseur quant à la possibilité de rester bloqué dans le capital d'une société fermée, stimulant ainsi la participation d'investisseurs professionnels dans d'autres affaires. Ainsi, l'objet de la présente étude consiste à analyser quelques-uns des moyens par lesquels se trouve protégé l'investissement de l'actionnaire minoritaire et les mécanismes de sortie pouvant limiter les risques constatés, ainsi que les limites qu'il conviendrait d'observer dans lesdits mécanismes. Concrètement, l'étude se concentre sur les mécanismes contractuels de protection de l'associé minoritaire investisseur et plus particulièrement sur les pactes pouvant être conclus entre les associés en marge des statuts de la société. En ce sens, il est prêté une attention toute particulière à certains aspects donnés des pactes de désinvestissement signés entre l'associé investisseur et le reste des associés, comme la durée dudit accord ou l'évaluation des actions au moment de la réalisation du désinvestissement.

Nonobstant ce qui précède, il apparaît inévitable de démarrer l'étude de ce domaine par une brève introduction sur le concept de pacte d'actionnaires et le régime applicable à ce type d'accords. En ce sens, il convient de rappeler que les pactes d'actionnaires ou confidentiels constituent une pièce maîtresse dans la construction d'un droit de sortie permettant le désinvestissement de l'associé.

2. Introduction au phénomène de réglementation parasociale

2.1. Concept, nature juridique et catégories

Sont appelés pactes d'actionnaires les accords conclus entre tous ou entre certains des associés dans le but de réglementer certaines de leurs relations en marge du contrat social. Par conséquent, les parties cherchent à compléter ou à modifier certaines de leurs relations à travers ce type d'instruments, sans se voir nécessairement conditionnés par la réglementation sociale ou statutaire²⁷⁷. Les pactes d'actionnaires ne sont pas contraires à notre réglementation et l'article 29 de la loi sur les sociétés de capitaux reconnaît leur existence en stipulant qu'ils ne seront pas opposables à la société.

Les parties recourent à la réglementation par l'intermédiaire de pactes d'actionnaires pour diverses raisons. Il convient de signaler en premier lieu que pour l'adoption de ce type d'accords, il n'est pas nécessaire de respecter les mêmes exigences que pour l'adoption d'accords de nature statutaire, ce qui implique une simplification quant à la prise de décisions. En outre, le fait que la réglementation reprise dans les pactes confidentiels ne soit pas de nature sociale implique que celle-ci ne se verra pas contrainte par le large éventail de règles impératives propres au droit des sociétés²⁷⁸. En troisième et dernier lieu, il peut se révéler très utile pour les parties de garder ces pactes confidentiels de sorte qu'ils ne soient pas connus du reste des associés ou même des tiers.

En ce qui concerne la caractérisation des pactes d'actionnaires, il existe un certain consensus consistant à dire qu'ils n'ont pas de nature sociale, et doivent donc être classés dans

²⁷⁷ Le Professeur ALONSO LEDESMA, "*Pactos parasociales*", *Diccionario...*", page 853, définit les pactes d'actionnaires comme « les accords conclus entre tous et/ou certains des associés d'une société donnée dans le but d'intégrer, de compléter ou de modifier certains aspects de la vie sociale ou de la relation juridico-sociale en marge des dispositions du contrat de constitution et, par conséquent, de façon totalement distincte de la réglementation légale ou statutaire de la société. »

²⁷⁸ Voir VAQUERIZO, art. 29, dans Rojo-Beltrán, *ComLSC*, op. cit., page 398. Il convient de rappeler que la nature parasociale de ce type d'accords fait qu'ils ne sont pas inscrits au registre du commerce, ce qui élimine le filtre définitif de la légalité sociale.

la catégorie des obligations²⁷⁹. Les pactes pourront avoir un caractère bilatéral ou plurilatéral et il est en outre considéré qu'il s'agit de contrats à exécution successive. En ce qui concerne le régime applicable, un important secteur de notre doctrine argumente sur le fait qu'avec ces pactes, plutôt que de produire des obligations de nature synallagmatique, les associés signataires aspirent à obtenir une finalité commune et qu'ils seraient par conséquent en train de constituer entre eux une société interne de sorte qu'en dernier ressort, les règles du contrat de société civile s'appliqueraient²⁸⁰.

Lors de l'analyse de la nature des pactes d'actionnaires, la doctrine détache généralement deux caractéristiques : a) leur caractère accessoire au contrat social ; et b) leur indépendance par rapport audit contrat. Une première lecture de ce qui précède pourrait donner l'impression que les deux qualités sont contradictoires. Toutefois, une analyse plus approfondie démontre la compatibilité entre les deux caractéristiques. Le pacte confidentiel entre associés a un caractère accessoire par rapport au contrat social, dans la mesure où il constitue le présupposé à l'existence du pacte confidentiel. Il arrive qu'il se dise à partir de là que le pacte d'actionnaires occupe une position accessoire de subordination ou de dépendance par rapport au contrat social²⁸¹. Or, le fait que le contrat social soit un préalable nécessaire au pacte n'implique pas que celui-ci doive revêtir un caractère purement social²⁸². Il ne fait pas partie du contrat social et par conséquent ne doit pas être considéré comme une unité par rapport audit contrat de constitution. Chacun des contrats est indépendant et doit être interprété selon ses propres termes.

Enfin, la classification qui semble avoir le plus de poids est celle établie par Oppo dans son œuvre classique *Contrattiparasociali* suivie par la majorité de notre doctrine²⁸³. Conformément aux dispositions établies dans cette classification, les pactes d'actionnaires se diviseraient en : a) *Pactes de relation*. On retrouverait dans ce groupe les pactes qui concernent uniquement les associés signataires, qui réglementent les relations réciproques de

²⁷⁹ Voir DE LA GÁNDARA FERNÁNDEZ, L., "Pacto Parasocial", dans *EJB*, page 4714 ; ALONSO LEDESMA, "Pactos parasociales", *Diccionario...*, pages 855 et 856 ; et VAQUERIZO, art. 29, dans Rojo-Beltrán, *ComLSC*, op. cit., page 397.

²⁸⁰ Voir DE LA GÁNDARA FERNÁNDEZ, L., "Pacto Parasocial", dans *EJB*, page 4714 ; ALONSO LEDESMA, "Pactos parasociales", *Diccionario...*, pages 855 et 856.

²⁸¹ Voir ALONSO LEDESMA, C. "Pactos parasociales", *Diccionario...*, page 853 ; VICENT CHULIA, F., "Licitud, eficacia y organización de los sindicatos de voto", op. cit., page 1210.

²⁸² Dans un sens similaire voir ALONSO LEDESMA, C., "Pactos parasociales", *Diccionario...*, page 853, qui indique qu'ils « sont formellement et matériellement indépendants du contrat social »

²⁸³ Oeuvre publiée à Milan en 1942 et à laquelle font référence entre autres, PAZ ARES, C., "el enforcement de los pactos parasociales", dans *Actualidad jurídica Uría-Menéndez*, numéro 5, 2003, pages 19 et suivantes ; ALONSO LEDESMA, C., "Pactos parasociales", *Diccionario...*, page 854. Cet auteur indique que dans la pratique, les dispositions des pactes sont par habitude complexes et qu'il sera par conséquent courant qu'un même pacte se retrouve dans plus d'une catégorie.

façon directe et sans intervention de la société. Entreraient dans cette catégorie les pactes destinés à établir des droits d'acquisition préférentiels par d'autres associés ; b) *Pactes d'attribution*. On retrouverait dans ce second groupe les pactes qui conviendraient de nouvelles obligations des associés par rapport à la société, telles que l'obligation d'apporter des financements supplémentaires, d'effectuer de nouveaux apports ou de réintégrer les apports. Pourrait également être inclus dans cette catégorie l'octroi d'un droit de vente exclusif à la société d'un produit déterminé ; c) *pactes d'organisation*. On retrouverait dans ce dernier groupe tout pacte visant à organiser la société en déplaçant le cadre de prise des décisions de l'organe correspondant aux associés signataires. Ces pactes englobent une casuistique très variée, mais tous s'articulent autour d'une convention de vote. Il est possible par ces pactes de vouloir fixer la composition de l'organe d'administration, la position par rapport à la politique d'entreprise, des modifications des statuts, etc.

2.2. Éléments personnels

Pour entreprendre l'objet d'étude du présent travail, il apparaît fondamental d'analyser les différentes personnes qui pourront être liées par ce type de pacte. La participation des associés ne pose pas de grandes difficultés dans la mesure où, comme chacun le sait, elle constitue une condition pour qu'un contrat puisse être considéré comme un pacte d'actionnaires. Il n'y a bien évidemment aucune raison pour que le pacte concerne la totalité du capital social et il est également inutile que le pacte soit assumé par d'autres personnes qui ne disposeraient pas de la qualité d'associés.

Il est en règle générale admis que la société puisse intervenir en tant que partie d'un pacte d'actionnaires²⁸⁴. Dans ce cas, les accords inclus dans le contrat ne relèveraient pas du domaine public et n'obéiraient pas à l'obligation d'enregistrement. Le fait que la société soit partie à ce type de pactes fait, de l'avis d'une partie de la doctrine, que le contenu de ceux-ci ne peut être contraire aux dispositions de la loi sur les sociétés de capitaux. De ce fait, lesdits pactes se contenteront de régler les questions non traitées par la loi, mais en aucun cas n'auront un contenu contraire à la loi²⁸⁵.

²⁸⁴ Il est dit que dans ce cas ne s'appliquerait pas l'article 29 de la loi sur les sociétés de capitaux qui prévoyait l'inopposabilité du pacte par rapport à la société. C'est ce qu'indiquent BROSETA PONT, M. et MARTÍNEZ SANZ, F., *Manual de Derecho Mercantil*, Madrid, 2012, page 342.

²⁸⁵ Voir en ce sens FELIU REY, J., *Los pactos parasociales en las sociedades de capital no cotizadas*, Madrid, 2012, page 152. Selon cet auteur, ce type d'accords tient sa raison d'être dans les situations dans lesquelles il est exigé de la société une conduite active.

Enfin, il convient d'évoquer la possibilité qu'un tiers qui ne dispose pas de la qualité d'associé puisse intervenir en qualité de partie dans un pacte d'actionnaires. Il ne semble pas y avoir non plus de raison d'exclure les tiers de la signature d'un pacte répondant à ces caractéristiques. Ces tiers peuvent conclure une entente concernant leurs relations avec le reste des associés avant de procéder à leur intégration effective dans la société.

2.3. Légalité et opposabilité des pactes d'actionnaires

Dans le présent paragraphe, nous tenterons d'analyser trois questions distinctes mais étroitement liées et qui ont parfois été traitées conjointement. En ce qui concerne le premier des aspects, il est nécessaire de signaler que tout doute autrefois émis quant à la légalité des pactes d'actionnaires ou confidentiels a aujourd'hui disparu²⁸⁶. A ce jour, la légalité de ces pactes découle non seulement de l'indépendance de la volonté exprimée à l'article 1255 du Code Civil, mais ils sont également à ce jour spécifiquement réglementés par les articles 29 et 518 à 523 de la loi sur les sociétés de capitaux²⁸⁷, ce qui revient à éliminer tout doute quant à leur légalité, dans la mesure où le contenu desdits pactes s'adapte aux règles relatives à l'objet, à la cause et au consentement, comme cela est le cas pour tout contrat.

En ce qui concerne les limites des pactes confidentiels, on rapportait traditionnellement comme limite à la volonté des parties le respect des principes configurateurs du type²⁸⁸. Un certain auteur considérait même que l'indépendance des associés par rapport aux pactes d'actionnaires était limitée par l'intérêt social²⁸⁹. Nonobstant ce qui précède, cette position a évolué et l'on tend aujourd'hui à penser que les pactes d'actionnaires, lorsqu'ils lient uniquement les associés, et non la société, ne doivent pas être limités par les principes configurateurs du type social. On considère aujourd'hui que les pactes d'actionnaires seraient uniquement limités par les règles imposées par le droit civil

²⁸⁶ Il convient de rappeler que l'article 6 de la loi de 1953 sur les sociétés anonymes stipulait qu'étaient « sans effet les pactes d'associés qui demeuraient confidentiels ».

²⁸⁷ Durant l'application de la loi sur les sociétés anonymes, la validité des pactes d'actionnaires était fixée par l'article 10. L'article 29 de la loi sur les sociétés anonymes stipule que « les pactes d'associés qui demeurent confidentiels entre les associés ne seront pas opposables à la société ». D'autre part, les articles 518 à 523 réglementent le régime relatif à la publicité des pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées.

²⁸⁸ Cette position tire son origine de l'opinion du professeur GIRÓN TENA, J., *Derecho de Sociedades*, Madrid, 1976, page 54, qui indiquait que « du point de vue de la légalité, ils semblent couverts par la règle d'indépendance contractuelle, de ne pas pouvoir mettre un terme qui touche aux préceptes de «ius cogens» ou dénaturent les exigences substantielles de la configuration des sociétés ».

²⁸⁹ Voir MAMBRILLA RIVERA, V., «*Caracterización jurídica de los convenios de voto entre accionistas*» *RDM*, numéros 181-182, 1986, pages 307-308. Cette limite à l'indépendance des associés doit être rejetée puisque les associés, dans l'exercice de leur droit de vote, ne sont jamais limités par l'intérêt social. Une autre question est celle de l'intervention de l'administrateur qui doit viser à maximiser l'intérêt social, mais aucune obligation ne pèse sur l'associé quant à l'exercice de son droit de vote.

quant aux obligations et aux contrats. L'article 1255 du code civil fixe les limites de l'indépendance de la volonté en indiquant que « les parties contractantes pourront conclure et fixer les pactes, dispositions et conditions qu'ils estiment opportuns, à condition qu'ils ne soient pas contraires aux lois, à la morale ou à l'ordre public. » On en déduit donc que la limite principale imposée aux accords statutaires, qui coïncide avec celle imposée par les règles impératives contenues dans la loi sur les sociétés de capitaux²⁹⁰, ne sera pas directement applicable aux pactes d'actionnaires.

Il convient enfin d'évoquer l'opposabilité du pacte confidentiel. Il convient tout d'abord de dire que l'article 29 de la loi sur les sociétés de capitaux stipule de façon catégorique que « les pactes qui demeurent confidentiels entre les associés ne seront pas opposables à la société ». L'accent est ainsi mis sur l'idée qu'il s'agit de pactes conclus entre des tiers de telle sorte qu'ils ne pourraient générer d'obligations pour la société. Il est toutefois admis la possibilité que la société puisse exiger l'exécution d'un pacte entre associés ayant comme bénéficiaire la société elle-même. Cette possibilité s'inclurait dans ce que l'on appelle les pactes d'attribution qui renverraient à la doctrine sur les contrats en faveur de tiers²⁹¹.

C'est précisément cette nature extrasociale qui implique que lorsqu'un accord donné est contraire aux dispositions des pactes d'actionnaires, ledit accord ne peut être contesté comme cela se produit lorsqu'il est contraire aux statuts ou à la loi sur les sociétés de capitaux.²⁹²

²⁹⁰ Voir PAZ ARES, "La validez de los pactos parasociales" dans *Diariolaley*, numéro 7714, 13 octobre 2011, page 12. Notre Cour Suprême se prononce en termes identiques dans son récent jugement du 23 octobre 2012, en déclarant que « l'examen de la légalité des pactes d'actionnaires, en ce qui concerne les conventions conclues par plusieurs voire tous les associés, dans le but de réglementer leurs relations internes, comme l'affirme le jugement 371/2010 du 4 juin, ne sont pas limitées par les limites imposées par les règles sociales aux accords sociaux et aux statuts – d'où une grande partie de leur utilité, mais par les limites prévues à l'article 1255 du code civil ». Voir également, VAQUERIZO, article 29, dans Rojo-Beltrán, *ComLSC*, op. cit., pages 404 et 405. Cet auteur considère que seraient valables les pactes qui impliqueraient la réglementation des aspects impératifs de la loi sur les sociétés de capitaux lorsque ladite réglementation affecte uniquement les associés signataires, puisque dans ce cas le pacte dépasse la sphère sociale pour avancer sur les intérêts propres des associés, qui sont en fin de compte ceux qui posent les conditions de l'élimination de la protection que la loi leur offre. Il indique par conséquent que les pactes qui imposeraient à l'associé l'interdiction de transmission des actions, ou la renonciation au droit préférentiel conserveraient leur validité. Voir également dans ce sens, NOVAL PATO, J., *Los pactos omnilaterales...*, op. cit., page 56.

²⁹¹ Voir ALONSO LEDESMA, C. "Pactos parasociales", *Diccionario...*, page 856, qui indique que lorsque le pacte consiste en l'attribution d'un avantage à la société (c'est-à-dire une obligation assumée par l'intermédiaire de la non-concurrence), alors la société pourra exiger l'exécution dudit pacte, même si elle ne dispose pas de la qualité d'associée.

²⁹² Voir NOVAL PATO, J., *Los pactos omnilaterales...*, op. cit., pages 58 et 59. Il est toutefois certain qu'il existe une tendance à une plus grande tolérance en ce qui concerne l'utilisation des mécanismes sociaux lorsque le pacte a été conclu par tous les associés. Voir en ce sens FERNÁNDEZ PÉREZ, N., "El acuerdo de socios en

3. Formes de désinvestissement

3.1. Introduction

Comme il a été dit en introduction, le présent travail a pour objet l'étude de formules à travers lesquelles un associé peut se garantir la possibilité de retirer ses investissements d'une société, de telle sorte que son investissement soit facilité par l'élimination du risque qu'il suppose de rester bloqué dans ladite entreprise. Nous étudierons ensuite concrètement le droit de sortie conclu dans les accords entre associés que l'on ne retrouve pas dans les statuts, ainsi que quelques clauses typiques réglant la relation entre associés majoritaires et associés minoritaires, telles que les clauses d'entraînement (*drag along*) et les clauses d'accompagnement (*tag along*). En plus de ces mécanismes parasociaux de désinvestissement, il apparaît également opportun de mentionner les achats-ventes d'actions qui intègrent une convention de rachat en vertu de laquelle l'acheteur peut exiger ledit rachat au vendeur.

Enfin, il convient d'insister, bien que brièvement, sur le fait que ce que l'on appelle le droit de rachat ne pourrait en aucun cas être intégré aux mécanismes de désinvestissement. En effet, le droit de rachat suppose la possibilité accordée aux associés restants de se procurer le paquet d'actions de l'associé sortant dans les mêmes conditions que celles dans lesquelles lesdites actions ont été proposées au tiers en question. On ne garantit pas ici le droit de sortie, mais la possibilité de racheter lesdites actions qui allaient être attribuées à un tiers. Il est de façon générale admis la réglementation de ce type de clauses dans les statuts, puisque l'article 123 de la loi sur les sociétés de capitaux permet d'imposer des limites à la libre transmission des actions²⁹³.

3.2. Le droit de sortie

3.2.1. Questions générales

L'étude du droit de sortie tire son origine du droit de séparation que la réglementation reconnaît en faveur des associés des sociétés de capitaux. C'est pour cette raison que l'étude

las empresas de base tecnológica: patos sociales y parasociales, dans (dir.) Vargas Vasserot, C., *Régimen jurídico de la transferencia de resultados de investigación*, Madrid, 2012, page 678.

²⁹³ En ce qui concerne le rachat, la situation semble avoir évolué avec le jugement du 1^{er} juin 2011, dans lequel est rejetée la validité de ce type de pacte lorsque le droit de rachat est activé en raison de l'évolution de la situation personnelle de l'associé. Le jugement de la Cour Suprême considère que ce type de pactes est contraire aux principes relatifs au type de société. Il semble de cette façon que s'impose un paradigme institutionnaliste dans notre droit des sociétés face à des thèses plus contractualistes.

de cet aspect doit commencer par une brève introduction concernant le droit de séparation, sa configuration dans l'ordre juridique et l'évolution subie par celui-ci tant au niveau historique qu'au niveau de l'application différente dudit droit en fonction du type de société dans lequel il doit s'appliquer.

Le droit de séparation forme avec l'exclusion de l'associé ce que l'on appelle la dissolution partielle de la société. Le Code de Commerce, dans ses articles 218 et 219, fait référence aux deux phénomènes sous l'expression « résiliation partielle », des préceptes que l'on retrouve dans l'épigraphe du « terme et de la liquidation des sociétés commerciales ». En dépit du lieu où ils se trouvent réglementés, la société n'est pas dissoute, mais il est autorisé l'extinction des relations juridiques existantes entre l'associé minoritaire exerçant et la société dont il fait partie. Le contrat se verra résilié quant à un associé donné, mais la société ne subira aucune modification supplémentaire, son objet social demeurant identique.

Le droit de séparation de l'associé se présente comme un instrument de protection de l'associé minoritaire par rapport à des accords donnés adoptés par la majorité des actionnaires. L'ordre juridique prévoit un moyen pour mettre un terme aux différences permanentes entre associés qui peuvent mettre en péril le maintien de la société. Le droit de séparation est reconnu pour chacune des sociétés commerciales, mais avec une dimension différente pour chaque type. Ainsi, plus la transmission des parts dont est titulaire l'associé est simple, moins importante sera l'amplitude réglementant le droit de séparation, puisque moins importante sera la nécessité de protéger les associés minoritaires²⁹⁴. Dans les sociétés capitalistes ouvertes, leur champ d'application sera moindre puisque l'associé pourra toujours quitter la société s'il n'est pas d'accord avec les décisions adoptées, tandis que plus l'associé minoritaire aura de difficultés à quitter la société en question, plus sa configuration sera vaste. De ce fait, plus la société est fermée, plus il sera facile que le droit de séparation se présente comme un véritable droit de sortie.

Il faudra en outre ajouter à tout ce qui précède que le droit de séparation a évolué ces derniers temps puisqu'il semble que l'interprétation traditionnelle restrictive le concernant commence à perdre de sa vigueur. Il faut en ce sens prendre en compte les récentes résolutions auxquelles il sera fait référence dans le paragraphe suivant, mais également les

²⁹⁴ Voir plus en détail MARTÍNEZ SANZ, F., *La separación del socio en la sociedad de responsabilidad limitada*, Madrid, 1997, pages 13 et suivantes.

modifications introduites par la loi 25/2011 sur la réforme de la loi sur les sociétés de capitaux en faveur d'une configuration plus large dudit droit²⁹⁵.

3.2.2. Le droit de séparation *ad nutum*

Dans la configuration du droit de sortie, il est nécessaire d'analyser la possibilité d'établir un droit de séparation dont l'exercice dépendrait de la seule volonté de l'associé exerçant. En ce sens, la doctrine est divisée quant à la possibilité d'inclure dans les statuts d'une société à responsabilité limitée ou d'une société anonyme un droit de séparation *ad nutum*, c'est-à-dire, d'inclure la possibilité que l'associé minoritaire puisse à tout moment solliciter la séparation sans qu'il soit nécessaire d'invoquer une juste cause²⁹⁶. L'exercice de ce droit de séparation aurait pour conséquence l'achat des actions ou participations par la société et l'amortissement et la réduction de capital en résultant.

La question, au moins d'un point de vue pratique, a été tranchée par la Direction Générale des Registres et du Notariat (ci-après la DGRN) et par la Cour Suprême qui, chacune par des résolutions, ont reconnu la possibilité d'intégrer ce type de clauses dans les statuts. En effet, la DGRN a reconnu l'inscription dans le Registre du Commerce de ce type de clauses statutaires dans lesquelles était repris un droit de dénonciation *ad nutum*, en considérant que la nature fermée propre à la société à responsabilité limitée permettrait l'établissement de ce type de clauses, dans le but de permettre à l'associé minoritaire de réaliser le désinvestissement souhaité²⁹⁷. D'autre part, dans la jurisprudence de notre Cour

²⁹⁵ En effet, cette règle semble s'opposer aux interprétations restrictives concernant l'application du droit de séparation, en étendant les hypothèses d'application du droit de séparation en général (absence de distribution des dividendes) et en particulier en ce qui concerne l'objet social en reconnaissant ce droit non seulement à la « substitution » mais également à la « modification » de celui-ci.

²⁹⁶ DE LA CÁMARA, M., *Estudios de Derecho Mercantil, primera parte, Vol. II*, Madrid, 1978, pages 543 et 544 se prononce en faveur de cette possibilité et bien qu'il reconnaisse qu'il s'agit d'une question problématique, il indique qu'il n'existe pas de motifs pour exclure ce type de pactes. Cet auteur indique que la possibilité de sortir du capital social d'une société non cotée est plus théorique que pratique, dans la mesure où il semble que la reconnaissance du droit de sortie pourrait constituer un instrument efficace pour les intérêts des associés. Il indique également que le droit de renonciation devrait être uniquement reconnu à l'associé lorsque la société est constituée pour une durée indéterminée. Au contraire, URÍA/MENÉNDEZ/BELTRÁN, "Disolución y liquidación de la Sociedad Anónima" tome XI, dans *Comentarios al Régimen Jurídico de las Sociedades Mercantiles*, (Coords.) Uría/Menéndez/Olivencia, Madrid, 1992, page 49, se montre opposé à l'établissement d'un droit de renonciation individuel. EMPARANZA, A., "Separación y exclusión de socios (art. 346 et suivants)", dans Rojo-Beltrán (dirs.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Madrid, 2011, page 2480 se montre également opposé à la reconnaissance d'un droit de séparation en ces termes. BONARDELL LENZANO, R., CABANAS TREJO, R., *Separación y exclusión de socios en la sociedad de responsabilidad limitada*, Cizur Menor, 1998, page 88, se prononcent également en ce sens, en considérant que le contraire porterait atteinte à l'article 1256 du Code Civil.

²⁹⁷ Voir en ce sens la RDGRN du 23 novembre 2010. Bien que dans cette résolution soit résolue une question relative à la forme de détermination du prix, on se base sur un droit de sortie *ad nutum* réglementé par les statuts.

Suprême, se détache le récent jugement du 15 novembre 2011 dans lequel la Haute Cour se montre ouvertement partisane du fait de reconnaître un droit de séparation de nature statutaire exerçable sans qu'il soit nécessaire pour l'associé exerçant d'invoquer une juste cause²⁹⁸.

En ce qui concerne la réglementation parasociale du droit de sortie ou du droit de séparation *ad nutum*, il convient de dire que sa validité ne fait aucun doute, d'autant plus aujourd'hui que la DGRN et la Cour Suprême approuvent sa reconnaissance dans les statuts.

3.2.3. Procédure

L'exercice du droit de séparation, dans sa configuration traditionnelle, avait pour conséquence l'amortissement des actions dont étai(en)t titulaire(s) l'associé ou les associés sortant(s) ou l'achat par la société des actions dont était titulaire l'associé exerçant, tel que cela est indiqué aux articles 358 et 359 de la loi sur les sociétés de capitaux. La première des options légales implique une réduction de capital et la sortie effective de patrimoine de la société, ce qui peut ne pas constituer l'alternative la plus adaptée. Dans la seconde des possibilités envisagées par la loi, il n'y a pas de réduction de capital mais il y a bien sortie de capitaux puisque la société devra payer à l'associé sortant le prix de ses parts et le fera avec retenue sur les réserves ou les bénéfices.

Nonobstant ce qui précède et comme alternative aux deux options, il est possible de mettre en place statutairement un système alternatif en vertu duquel les actions de l'associé exerçant le droit de séparation sont attribuées à d'autres associés ou à des tiers. Dans ce cas, les associés restants peuvent acquérir à titre préférentiel les parts de l'associé sortant²⁹⁹. Il convient de dire qu'il ne semble pas exister de problème pour régler dans les statuts ce droit d'acquisition préférentielle lorsque la possibilité d'acquérir lesdites actions dépend de la volonté du reste des associés. Dans ce cas, nous serions en train de régler un droit de séparation/sortie dont l'exécution s'articulerait à travers l'intégration d'un droit de rachat.

A l'opposé, elle s'est montrée opposée à la réglementation de ce type de clauses dans sa Résolution du 25 septembre 2005.

²⁹⁸ Le jugement de la Cour Suprême du 15 novembre 2011 tend vers la reconnaissance de la séparation *ad nutum* dans la mesure où il considère que la réglementation « ne s'oppose en rien à la possibilité de présenter comme motif statutaire de séparation la décision unilatérale de l'associé, *puisque le droit de séparation reconnu par la loi sur les sociétés à responsabilité limitée : 1) D'une part, remplit la fonction de tutelle de l'associé et de la minorité face à la nature contraignante d'accords déterminés d'importance particulière adoptés par la majorité à laquelle il est fait référence dans l'exposé des motifs – hypothèses envisagées à l'article 95 de la loi (aujourd'hui article 346 de la loi sur les sociétés de capitaux). 2) D'autre part, constitue une manifestation de la flexibilité du régime juridique de la loi affirmée dans l'exposé des motifs même qui permet que « l'indépendance de la volonté des associés donne la possibilité d'adapter le régime applicable à ses besoins spécifiques et à sa convenance ».*

²⁹⁹ Cette possibilité est envisagée par VIERA GONZÁLEZ, A.J., "*Derecho de separación (SA. SRL)*", dans *Diccionario...*, op. cit., page 503, qui donne comme limite à cette possibilité la perte sur les éventuelles règles relatives à la limitation de la transmissibilité des actions.

Une autre question serait de savoir si l'acquisition par les associés restants ou par un associé concerné ne se présentera pas comme relevant d'une volonté, mais d'une véritable obligation. Il est possible de conclure dans ce cas que le champ d'application sera le propre des pactes d'actionnaires, puisque nous serions dans le cadre d'un pacte de relation.

3.2.4. Durée

En ce qui concerne la durée de validité du droit, il est nécessaire de différencier le pacte de sortie réglementé dans les statuts de celui conclu par l'intermédiaire d'un accord entre associés. Dans le premier cas, le droit de sortie octroyé le sera pour une durée indéterminée puisque les règles de gestion interne en elles-mêmes ont cette vocation de permanence dérivée de la nature même des sociétés ayant une structure d'entreprise. Par conséquent, le droit de séparation ainsi repris pourra être modifié, même si dans ce cas, la loi sur les sociétés de capitaux exigera pour une telle modification le vote favorable à l'unanimité de tous les associés (art. 347 de la loi sur les sociétés de capitaux).

La question n'est plus la même lorsque le droit de sortie a été réglementé par l'intermédiaire de pactes d'actionnaires. Dans ce cas, il conviendrait de faire la différence entre le pacte convenu pour une durée indéterminée et celui convenu pour une durée déterminée. Dans le second cas, il n'est pas vraiment difficile d'indiquer que le non-respect se produisant pendant la durée de validité donnera lieu à l'indemnisation correspondante. Le problème survient dans le premier cas, lorsque le pacte a été adopté pour une durée indéterminée, puis comme nous le savons, les obligations à durée indéterminée pourront être résiliées à tout moment à la demande de l'une ou l'autre des parties, selon l'interprétation donnée par notre Cour Suprême à plusieurs reprises³⁰⁰.

3.2.5. Evaluation des actions

La loi sur les sociétés de capitaux établit deux systèmes, le second étant accessoire au premier, pour le calcul de la valeur des actions de l'associé ayant exercé le droit de séparation, tel que le stipule l'article 353 de la loi sur les sociétés de capitaux. Ainsi, la loi, en premier lieu, donne la priorité à l'accord librement adopté par la société et l'associé sortant quant à la

³⁰⁰ Voir jugement de la Cour Suprême du 22 mars 1988, selon lequel toutes les dispositions réglementant les relations durables ou à exécution successive autorisent la dénonciation unilatérale du contrat comme mode d'achèvement de la relation d'obligation. Dans la doctrine, voir DIEZ PICAZO, L., *Fundamentos de Derecho Patrimonial, II*, Madrid, 2008, page 1087.

valeur des actions ou à l'identité des personnes devant les évaluer. Malgré le silence que garde la loi en ce qui concerne l'organe chargé de négocier au nom de la société, la doctrine a interprété que celui-ci ne pouvait être autre que l'organe d'administration³⁰¹. En ce sens, la Direction Générale des Registres et du Notariat stipule que l'accord auquel parviennent l'associé qui exerce le droit de séparation et l'organe d'administration ne requiert pas d'autorisation de la part de l'assemblée générale, pas plus que ses termes ne peuvent être modifiés par cet organe³⁰².

Le second des systèmes établis par l'article 353 de la loi sur les sociétés de capitaux implique de devoir recourir à la nomination d'un expert externe afin que celui-ci étudie la valeur des parts dont est titulaire l'associé. Cet expert doit être distinct de l'auditeur habituel de la société.

Il a traditionnellement été argué que les mécanismes légalement établis étaient uniquement obligatoires en ce qui concerne les motifs légaux de séparation, les statuts pouvant en établir d'autres pour les motifs réglementés par les statuts, ce qui donne une importante marge d'autonomie dans la détermination de la procédure permettant de déterminer la valeur des actions³⁰³. Par conséquent, il n'est pas possible d'affirmer que cette prévision se trouve prescrite par la loi ni même dans le domaine de la réglementation statutaire du droit de sortie³⁰⁴. Dans tous les cas, il semble fort improbable que la réglementation statutaire puisse donner un chiffre fixe à titre de prix de l'action compte tenu de la vocation indéterminée des statuts et du fait que la situation de la société évoluera très probablement au cours de son existence³⁰⁵.

En dehors de la réglementation statutaire, il apparaît de nouveau obligatoire d'insister sur le fait que les limites de la réglementation des pactes d'actionnaires sont propres au droit des obligations. Par conséquent, nous devons nous en remettre aux exigences fixées par le Code Civil en ce qui concerne la détermination du prix, et ce qu'il soit déterminé ou à déterminer. Ainsi, il semble que l'unique limite applicable serait celle exposée par l'article

³⁰¹ Voir VIERA GONZÁLEZ, A.J., "*Derecho de separación (SA. SRL)*", dans *Diccionario...*, op. cit., page 502 ; et EMPARANZA, A., "*Art. 353*", dans Rojo-Beltrán (dirs.), *ComLSC*, II op. cit., page 2508.

³⁰² RDGRN du 15 octobre 2003.

³⁰³ Voir URÍA/MENÉNDEZ/IGLESIAS PRADA, dans Uría-Menéndez, *Curso de Derecho Mercantil*, Madrid, 2006, Tome I, page 12820.

³⁰⁴ La DGRN se prononce en ce sens dans sa résolution du 2 novembre 2010. Concrètement, il est permis dans cette résolution que les statuts réglementent un système de détermination du prix distinct de celui de l'article 100 abrogé de la loi sur les sociétés à responsabilité limitée, mais le principal est que le prix puisse être déterminé et qu'il n'y ait pas d'abus de la part de la majorité.

³⁰⁵ Eu égard au principe *rebus sic stantibus* qui consiste à affirmer lors de la modification des conditions existant au moment de la signature du contrat (état initial dans lequel se trouvait la société), les dispositions contenues dans celui-ci pourront également être modifiées.

1256 du Code Civil³⁰⁶ et par l'article 1449 du Code Civil³⁰⁷ qui empêchent que le prix soit fixé de façon unilatérale par l'une des parties. Comme il a été dit précédemment, les pactes d'actionnaires n'ont pas vocation à demeurer permanents comme le sont les statuts³⁰⁸ et par conséquent, il n'y a aucune difficulté pour mentionner dans le pacte un chiffre fixe à titre de prix des actions.

3.3. Clauses d'entraînement et d'accompagnement

3.3.1. Introduction

Les clauses d'entraînement et d'accompagnement ont pour objet de faciliter la transmission des actions ou des participations, puisque dans l'une comme dans l'autre, on prétend stimuler la réalisation d'investissements. Il est toutefois possible de parler de véritable droit de sortie uniquement dans le cas des clauses d'accompagnement (*tag along*) puisque celles-ci permettent à l'associé minoritaire, face à un changement donné dans la composition de l'actionnariat, de sortir de la société s'il le souhaite. A l'inverse, les clauses d'entraînement (*drag along*) ont pour objet de protéger l'associé majoritaire lors d'une hypothétique négociation de vente d'actions. Par l'exercice du droit d'entraînement convenu, l'associé majoritaire pourra obliger l'associé minoritaire à vendre ses parts à un nouvel acquéreur, permettant à ce dernier d'avoir un contrôle total de la société impliquant l'absence d'associés minoritaires.

3.3.2. Clause d'accompagnement

Par l'exercice des clauses d'accompagnement, l'associé minoritaire pourrait participer à la vente programmée par l'associé majoritaire. Ce droit peut être conclu de deux façons différentes : a) il est possible d'une part que le droit d'accompagnement soit configuré de sorte qu'il oblige l'associé majoritaire à inclure dans la vente non seulement ses actions, mais également celles de l'associé minoritaire, ce qui impliquerait une nouvelle négociation avec le tiers acquéreur³⁰⁹ ; ou b) que l'exercice du droit d'accompagnement n'implique aucune négociation supplémentaire, ce qui fait que l'associé majoritaire et l'associé

³⁰⁶ Art. 1256 du Code Civil : « La validité et l'exécution des contrats ne peuvent être laissés à l'arbitrage de l'un des contractants ».

³⁰⁷ Art. 1256 du Code Civil : « L'indication du prix ne pourra jamais être laissée à l'arbitrage de l'un des contractants ».

³⁰⁸ Comme il a été indiqué précédemment, les accords entre actionnaires renvoient au droit des obligations, de telle sorte qu'ils seront conclus pour une durée déterminée ou dans le cas où ils auraient été conclus pour une durée indéterminée, ils pourraient demeurer sans effet par dénonciation unilatérale de l'une ou l'autre des parties.

³⁰⁹ Voir SAEZ LACAVE, M.I. y BERMEJO GUTIERREZ, N., *Inversiones específicas...*, op. cit., pages 9 et 10.

minoritaire vendront au nouvel acquéreur leurs actions au prorata de leur participation respective dans le capital de la société, le nombre d'actions effectivement vendues étant identiques à celui initialement proposé par l'associé majoritaire³¹⁰. Ainsi, l'acheteur achète toujours le même nombre d'actions que celui qu'il avait prévu d'acheter au début, mais une partie de ces actions proviendra du paquet d'actions de l'associé majoritaire, tandis que les autres, dont le nombre sera déterminé en fonction des proportions existant entre les associés, seront celles appartenant initialement à l'associé minoritaire. Ce type de clause oblige l'associé majoritaire à communiquer à l'associé minoritaire l'existence d'un acquéreur, les conditions auxquelles il souhaite vendre, et à demander à l'associé minoritaire s'il souhaite vendre dans les conditions indiquées.

Comme il a été dit précédemment, nous nous trouvons face à un type de clause qui a pour objet de faciliter la transmission d'actions ou de participations, puisqu'on prétend à travers celui-ci stimuler la réalisation d'investissements de la part d'actionnaires minoritaires³¹¹. En ce qui concerne les clauses d'accompagnement, contrairement à ce qui se produit avec les clauses d'entraînement, il est possible de parler de véritable droit de sortie puisqu'elles permettent à l'associé minoritaire, face à un changement donné dans la composition de l'actionnariat, de sortir de la société, dans les mêmes proportions que l'associé majoritaire si cela lui convient.

L'exécution de ce type de clause est généralement garantie par l'intégration d'un droit de vente (*put*) par l'associé minoritaire, en vertu duquel il peut obliger l'associé défaillant à lui acheter ses actions ou participations au prix auquel l'associé défaillant a vendu ses parts au tiers acquéreur. Il est même parfois possible d'inclure des pénalités en appliquant une majoration au droit de vente qui revient à l'associé minoritaire (*put* avec prime)³¹².

Dans notre pratique, il est discuté de la validité de la réglementation statutaire des clauses *tag along* qui permettent de donner l'opportunité à l'associé minoritaire de participer à l'opération de vente menée à bien par l'associé majoritaire. L'article 123.5 du Règlement du

³¹⁰ Voir PERDICES HUETOS, A., «*Llévame contigo*» (*las cláusulas estatutarias de venta conjunta de acciones y participaciones*), consulté sur le site http://portal.uam.es/portal/page/portal/UAM_ORGANIZATIVO/Departamentos/AreasDerecho/AreaDerechoMercantil/Investigaci%F3n/Trabajos%20y%20WP/Trabajos%20y%20Working%20Papers/aph-%20llevame.pdf, page 1. Cet auteur indique que ce type de clause de forme générique pourrait s'inclure dans la pratique anglo-saxonne de *co-sale rights*.

³¹¹ En faisant apparaître la configuration de ce type de clause comme un mécanisme de protection des associés minoritaires, PERDICES HUETOS, A., «*Llévame contigo*...», op. cit., page 2, indique que ce type d'instrument a une fonction pour les sociétés fermées semblable à celle qu'exercent les OPA obligatoires dans le cadre des sociétés ouvertes.

³¹² Voir en ce sens, SAEZ LACAVE, M.I. y BERMEJO GUTIERREZ, N., *Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad, a vueltas con los pactos de tag y de drag along*, *Indret*, numéro 415, page 10, qui indiquent de façon illustrative que ce type de mécanisme peut être décrit par la formule « ou tu vends les tiennes et les miennes ou tu es pénalisé ».

Registre du Commerce constitue un sérieux obstacle à ce que ce type de clauses d'accompagnement puisse être repris dans les statuts. En effet, l'article 123.5 du Règlement du Registre du Commerce stipule que ne pourront être inscrites les restrictions qui obligent l'associé à vendre un nombre d'actions différent de celui proposé³¹³. Conséquence de cette impossibilité d'inscription au Registre du Commerce, la clause en question ne pourra être opposée ni à la société ni au tiers acquéreur³¹⁴, ce qui laisserait comme seul système de garantie l'établissement de clauses pénales dans celles-ci.

Nonobstant ce qui précède, il est nécessaire de signaler qu'il est possible dans notre doctrine de trouver des voix qui considèrent que cette limitation n'est pas applicable dans la mesure où la règle énoncée par l'article 123.5 du Règlement du Registre du Commerce est uniquement porteuse de sens lorsqu'elle régit un droit préférentiel, c'est-à-dire qui s'appliquera uniquement lorsque l'associé qui souhaite vendre un paquet donné d'actions est obligé de vendre plus ou moins d'actions que celles qu'il proposait initialement au tiers auquel il avait l'intention de vendre³¹⁵.

3.3.3. Clause d'entraînement

Les clauses *drag along*, également connues comme droit d'entraînement, permettent à l'associé auquel il est reconnu ce droit d'exercer le pouvoir d'obliger l'associé minoritaire à vendre ses actions conjointement à l'associé majoritaire à un tiers acquéreur. Les clauses d'entraînement ont pour objet de permettre à l'associé majoritaire de négocier la vente de l'intégralité du capital social, sans que l'éventuel comportement de l'associé minoritaire ne perturbe ou ne conditionne le succès de cette vente³¹⁶. Ainsi, selon cette clause, l'associé minoritaire serait tenu de vendre lorsque l'associé majoritaire lui fait une proposition de vente.

³¹³ L'article 123.5 du Règlement du Registre du Commerce stipule que « ne pourront être inscrites au Registre du Commerce les restrictions statutaires par lesquelles l'actionnaire ou les actionnaires les proposant serai(en)t tenu(s) de transmettre un nombre d'actions différent de celui pour lequel il(s) sollicite(nt) l'autorisation ».

³¹⁴ PERDICES HUETOS, A., «*Llévame contigo*...», op. cit., page 3. Cet auteur indique que l'impossibilité de reprendre ces pactes dans les statuts aura pour conséquence l'inopposabilité de ceux-ci face à la société et face à l'acquéreur. Nonobstant ce qui précède, cet auteur considère que les clauses d'accompagnement peuvent être intégrées aux statuts et par conséquent, être opposables.

³¹⁵ Voir PERDICES HUETOS, A., «*Llévame contigo*» (las...», op. cit., page 3.

³¹⁶ Selon SAEZ LACAVE, M.I. y BERMEJO GUTIERREZ, N., *Inversiones específicas...*, op. cit., pages 13 et 14, l'objectif de cette règle est d'empêcher que l'associé minoritaire puisse extorquer l'acquéreur, ce qui permet de sécuriser celui-ci.

Ce qu'il est dit ici est que les associés minoritaires ne peuvent bloquer la vente s'ils décident de ne pas vendre. La clause d'entraînement s'accompagne généralement d'une option d'achat au sens propre, de sorte que l'associé majoritaire puisse garantir l'efficacité du mécanisme d'entraînement conclu à travers l'exercice de l'option d'achat. En plus de ce qui précède, il est possible, comme pour les clauses d'accompagnement, d'établir une clause pénale au cas où l'associé minoritaire ne respecterait pas les dispositions convenues une fois rendu effectif par l'associé majoritaire le droit d'entraînement. Dans ce cas, l'option d'achat évoquée ci-avant serait exercée avec application d'une réduction du prix convenu avec le tiers acquéreur³¹⁷.

D'autre part, rien n'empêche que l'associé minoritaire non seulement se voie obligé par le contenu du droit d'entraînement, mais qu'il puisse en outre convenir d'un droit d'accompagnement. Il s'assure de cette façon un juste prix par action qui permet à l'associé majoritaire de vendre l'intégralité du capital, si tel l'exige l'acquéreur, et lui permet en outre de sortir de la société, s'il considère l'offre appropriée³¹⁸.

Dans tous les cas, le droit d'entraînement doit être considéré comme un mécanisme de protection de l'associé majoritaire puisqu'il lui permet de négocier l'intégralité du capital de la société, s'il l'estime opportun pour pouvoir mener à bien la vente de son paquet d'actions³¹⁹. On peut conclure ainsi que lorsque seul un droit d'entraînement a été convenu, l'associé minoritaire ne jouit d'aucun droit, mais plutôt qu'il concède une option d'achat à une personne inconnue et en outre à des conditions qu'il ne connaît pas non plus³²⁰.

Comme cela a été mis en évidence pour les clauses d'accompagnement, il existe des doutes sur la validité de l'intégration de ce type de pactes dans les statuts³²¹. Bien que l'intégration de ce type de clause ait comme avantage évident de lier la société, c'est un fait

³¹⁷ Sur le mécanisme décrit, voir SAEZ LACAVE, M.I. y BERMEJO GUTIERREZ, N., *Inversiones específicas...*, op. cit., page 13.

³¹⁸ Il a également été mentionné la possibilité de protéger l'associé minoritaire par l'établissement d'un prix minimum de vente. Voir en ce sens FELIU REY, J., *Los pactos parasociales en las sociedades...*, op. cit., page 225.

³¹⁹ Voir en ce sens entre autres FELIU REY, J., *Los pactos parasociales en las sociedades...*, op. cit., page 225.

³²⁰ Une partie de la doctrine indique qu'il est fait dans ce cas référence à l'idée d'« expropriation ». Voir en ce sens SAEZ LACAVE, M.I. et BERMEJO GUTIERREZ, N., *Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad, a vueltas con los pactos de tag y de drag along*”, *Indret*, numéro 415, page 3.

³²¹ Des voix au sein de notre doctrine estiment qu'il n'y a aucun inconvénient à ce que ce type de clause soit intégré aux statuts. Voir en ce sens SAEZ LACAVE, M.I. y BERMEJO GUTIERREZ, N., *Inversiones específicas...*, op. cit., page 25, bien que ces deux derniers auteurs jugent ces clauses éminemment parasociales. Toutefois, les quelques phrases dans lesquelles il est fait référence à ce type de clause font référence à la réglementation statutaire. Voir en ce sens le jugement de la Cour Suprême, Chambre Sociale, du 12 avril 2012 et le jugement du Tribunal Social de Madrid, numéro 12, du 18 juin 2009.

que ce type de clause a généralement été intégré aux pactes signés entre associés qui restent en marge de la réglementation statutaire³²².

3.4. Convention de retrait avec l'acheteur

Dans ce cas, un associé ou un groupe d'associés vendrait un paquet d'actions à une autre personne, que nous appellerons investisseur, lui garantissant la sortie de la société par l'intermédiaire du rachat dudit paquet d'actions par l'associé ou les associés initiaux.

Nous devons prendre en compte dans un premier temps que dans ce cas, nous ne nous trouvons pas face à un instrument de sortie à proprement parler du droit des sociétés. Les conventions de sortie peuvent prendre la forme d'une convention de retrait dans le contrat de vente des parts ou de la conclusion d'un contrat d'option d'achat. Nous ne nous trouvons dans aucun des deux cas face à un pacte parasocial entre associés, mais face à un contrat avec convention de retrait signé entre un associé et une personne qui ne dispose pas de la qualité d'associé concernant des actions données. Même lorsque l'associé initial conserve des actions dans la société après l'arrivée de l'investisseur dans la société, il ne pourra être reconnu à ce type de pacte la qualité parasociale puisque seule une des parties aura la qualité d'associé quant à ce paquet d'actions, objet du contrat, indépendamment du moment où naît le droit de revente³²³.

BIBLIOGRAPHIE

ALONSO LEDESMA, C, "Pactos parasociales", *Diccionario de Derecho de Sociedades*, (dir.) Alonso Ledesma, C., Madrid, 2006, pages 853 et suivantes

BONARDELL LENZANO, R., CABANAS TREJO, R., *Separación y exclusión de socios en la sociedad de responsabilidad limitada*, Cizur Menor, 1998.

BROSETA PONT, m. y MARTÍNEZ SANZ, F., *Manual de Derecho Mercantil*, Madrid, 2012.

DE LA CÁMARA, M., *Estudios de Derecho Mercantil, primera parte, Vol. II*, Madrid, 1978.

³²² Dans notre jurisprudence, les quelques références à ce type de clause font référence à des pactes parasociaux, comme par exemple le jugement du Tribunal Suprême, Chambre Sociale, du 12 septembre 2011.

³²³ Bien que l'objet du contrat soit les actions vendues, il semble qu'il ne soit pas question dans ce cas de la réglementation des relations entre les associés mais bien entre un acheteur et un vendeur. Il convient dans tous les cas de rappeler que la nature contractuelle des pactes confidentiels auxquels il est fait référence antérieurement fait que cette question perd de son importance puisque dans tous les cas ce type d'accord sera régi par les règles imposées par le droit des obligations et des contrats.

DE LA GÁNDARA FERNÁNDEZ, L., “Pacto Parasocial”, dans *Enciclopedia Jurídica Básica*, page 4714.

DIEZ PICAZO, L., *Fundamentos de Derecho Patrimonial, II*, Madrid, 2008, page 1087.

EMPARANZA, A., “Normas comunes a la separación y la exclusión del socios (art. 353)”, dans Rojo-Beltrán (dirs.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Madrid, 2011, pages 2506 et suivantes.

FERNÁNDEZ PÉREZ, N., “El acuerdo de socios en las empresas de base tecnológica: patos sociales y parasociales”, dans (dir.) Vargas Vasserot, C., *Régimen jurídico de la transferencia de resultados de investigación*, Madrid, 2012, page 678.

FELIU REY, J., *Los pactos parasociales en las sociedades de capital no cotizadas*, Madrid, 2012,

GIRÓN TENA, J., *Derecho de Sociedades*, Madrid, 1976.

MAMBRILLA RIVERA, V., “Caracterización jurídica de los convenios de voto entre accionistas” *RDM*, número 181-182, 1986, pages 301 et suivantes.

MARTÍNEZ SANZ, F., *La separación del socio en la sociedad de responsabilidad limitada*, Madrid, 1997.

NOVAL PATO, J., *Los pactos omnilaterales...*, ob. cit., page 58.

PAZ ARES, C., “el enforcement de los pactos parasociales”, en *Actualidad jurídica Uría-Menéndez*, número 5, 2003, pages 19 et suivantes.

“La validez de los pactos parasociales” dans *Diariolaley*, número 7714, du 13 octobre 2011.

PERDICES HUETOS, A., “«Llévame contigo» (las cláusulas estatutarias de venta conjunta de acciones y participaciones), consulté sur le site http://portal.uam.es/portal/page/portal/UAM_ORGANIZATIVO/Departamentos/AreasDerecho/AreaDerechoMercantil/Investigaci%F3n/Trabajos%20y%20WP/Trabajos%20y%20Working%20Papers/aph-%20llevame.pdf.

SAEZ LACAVE, M.I. y BERMEJO GUTIERREZ, N., Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad, a vueltas con los pactos de *tag* y de *drag along*”, *Indret*, número 415.

URÍA/MENÉNDEZ/BELTRÁN, “Disolución y liquidación de la Sociedad Anónima” tomo XI, dans *Comentarios al Régimen Jurídico de las Sociedades Mercantiles*, (Coords.) Uría/Menéndez/Olivencia, Madrid, 1992.

URÍA/MENÉNDEZ/IGLESIAS PRADA, dans Uría-Menéndez, *Curso de Derecho Mercantil*, Madrid, 2006, Tome I, pages 1261 et suivantes.

VAQUERIZO, A., “Pactos reservados (at. 29), dans Rojo-Beltrán (dirs.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Madrid, 2011, page 396.

VICENT CHULIA, F., “Licitud, eficacia y organización de los sindicatos de voto”, dans *RGD*, page 2995.

VIERA GONZÁLEZ, A.J., “Derecho de separación (SA. SRL), dans *Diccionario de Derecho de Sociedades*, (dir.) Alonso Ledesma, C., Madrid, 2006, pages 490 et suivantes.

ANNEXE 6 :

MAI 24/04/2013



Réponse à l'appel à projets de la Mission de recherche Droit et Justice : « Remise en cause des concepts du droit des sociétés par les techniques de financement »
(programmation scientifique second semestre 2011)

La remise en cause de la distinction associé/créancier et le *private equity*

Projet porté par le CRDP – l'ERADP, Université de Lille 2

Romain Boffa
Professeur, Université de Lille 2
Responsable scientifique du projet
Et
Jean-Christophe Duhamel
Ingénieur d'études, Université de Lille 2
Responsable de la gestion du projet

Questionnaire à destination de l'AFIC

Résumé du projet de recherche et objectif du questionnaire

La Cour de cassation a pris depuis quelques années des positions importantes sur la question de la compétence de l'expert en cas de contestation d'un prix de cession de droits sociaux pourtant prédéterminé dans les statuts ou dans un acte extra-statutaire. L'accord sur un tel prix risque aujourd'hui, nonobstant la force obligatoire des conventions, d'être remis en cause à dire d'expert dès lors qu'il aboutit à s'écarter de la valeur "réelle" des droits sociaux. Cette jurisprudence s'inscrit dans la droite ligne de l'attachement que témoigne le droit des sociétés français à la distinction entre l'associé et le créancier. Cette dernière s'opère notamment autour d'un critère : le niveau d'acceptation du risque d'investissement, censé être bien plus fort chez l'associé que chez le créancier. Le secteur d'activité du *private equity* a retenu tout particulièrement l'attention du porteur de projet, dans la mesure où ses acteurs, fonds d'investissement dans le capital des PME, sont guidés par un objectif central : réussir et garantir, en termes de rentabilité financière et à horizon de quelques années, leur sortie des entreprises dont ils ont accepté d'accompagner le développement. La sévérité affichée par la Cour de cassation pourrait donc générer un effet dissuasif chez ces professionnels de l'investissement en capital, et par là-même, rendre plus délicat encore le financement des PME françaises confrontées à une raréfaction du crédit bancaire en raison de la crise financière. Il a semblé dans cette mesure important au porteur de projet d'apprécier, sous l'angle juridique comparé, mais également économique et éthique, la portée de la politique jurisprudentielle appliquée par la Haute juridiction française.

Le projet de recherche présente un volet empirique, consistant à collecter des données auprès des professionnels de l'investissement en capital et portant sur les items généraux suivants :

- La structuration des « conventions de liquidité » ;
- Les attentes de rentabilité lors de l'entrée dans le capital (TRI) ;
- Le niveau de recours au droit des valeurs mobilières, et notamment, aux titres composés ;
- Le ressenti de la pratique envers la jurisprudence récente de la Cour de cassation relative à l'expertise indépendante ;
- La perception par les fonds d'investissement de leur qualité et de leur rôle d'associé.

Le questionnaire se compose de 12 questions, dont les réponses pourront livrer autant de détails que le souhaite le répondant.

Questionnaire

Question n° 1 :

Quelle différence faites-vous entre un associé, apporteur en haut de bilan, et un créancier, prêteur en bas de bilan, au regard de l'acceptation du risque d'investissement ?

Autrement formulé, le degré d'acceptation du risque de perte est-il, selon-vous, un critère pertinent de distinction entre l'associé et le créancier ?

Réponse AFIC

L'associé réalise un investissement en fonds propres rémunéré sur la rentabilité future de l'entreprise. Il analyse la qualité du projet et des équipes de l'entreprise. Il s'attend soit à recevoir des dividendes (cas général des actionnaires de sociétés cotées), soit à dégager une plus-value lors de la vente des actions détenues. En participant aux gains et aux pertes de l'entreprise, il accepte de prendre le risque de perdre l'investissement réalisé et ne poursuivra pas le recouvrement de la perte. Il accepte également le risque d'illiquidité de son investissement, c'est-à-dire la possibilité de ne pas pouvoir céder ses titres ou sa participation dans l'entreprise en raison de l'absence d'acheteur ou de marché.

Le créancier est rémunéré sur l'exploitation courante de l'entreprise. Il analyse si l'entreprise a dans son exploitation les moyens de le rembourser. Il n'accepte donc pas en général de prendre le risque de perdre les sommes prêtées. Il prendra d'ailleurs des garanties pour s'assurer de récupérer les sommes prêtées en cas de difficultés notamment sur les biens de l'entreprise voire même sur les biens personnels du dirigeant de l'entreprise. Il se fait payer le risque de non remboursement en recevant la rémunération de sa créance (les intérêts).

Les différentes caractéristiques pourraient être résumées de la manière suivante :

Caractéristiques	Associé	Créancier
Fondement de la rémunération	Rentabilité de l'entreprise	Exploitation courante de l'entreprise
Type de revenus attendus	Dividendes Ou/et Plus-values	Intérêts de la créance
Risque de perte de l'investissement	Accepté	Refusé
Risque d'illiquidité	Accepté	Refusé
Garanties demandées à l'entreprise ou au dirigeant	NON	OUI
Possibilité d'obtenir le recouvrement de la perte	NON	OUI
Rendement	Aléatoire	Prédéterminé

Pour conclure, l'acceptation totale du risque de perte est l'un des critères essentiels pour les acteurs et pour la société qui va chercher le financement.

Question n° 2 :

Avez-vous des attentes de rentabilité vis-à-vis des sociétés dans lesquels vous investissez en haut de bilan ?

Si oui, en fonction de quels critères ces attentes de rentabilité sont-elles fixées ?

Réponse de FARIC

Les attentes de rentabilité doivent être comprises à un double niveau :

- En amont, les acteurs du capital investissement doivent répondre aux attentes de rentabilité de leurs propres investisseurs.
- En aval, les attentes de rentabilité varient en fonction des métiers du capital investissement, de la maturité de l'entreprise, de son domaine d'activité de son marché de son segment de marché.

Question n° 3 :

Comment ces attentes de rentabilité sont-elles formalisées juridiquement (prix de sortie garantie, mécanismes de ratchet...), et quelle utilité prêtez-vous aux valeurs mobilières composées (type OCA, ORA, OCEANE...) ?

Réponse de FARIC

Le prix de sortie garanti ne concerne pas le capital investissement. En revanche, les acteurs du capital investissement utilisent des valeurs mobilières composées comme les obligations convertibles. Cet outil permet d'investir dans les quasi-fonds propres de l'entreprise. Plusieurs raisons expliquent l'utilisation de ce type de titres.

D'une part, cet outil permet le réglage de l'allocation des gains futurs attendus et de créer entre l'instrument hybride et le capital deux (voire plus) de structure risque/rendement.

D'autre part, pour des raisons réglementaires, les fonds communs de placement à risques (FCPR), véhicules le plus souvent utilisé par les acteurs du capital investissement, ne peuvent détenir dans leur quota d'investissement que des titres donnant accès directement ou indirectement au capital des sociétés dans lesquelles ils investissent. Il convient ici de souligner que les FCPR ne peuvent réaliser les avances en compte courant d'associé que dans une limite de 15% de l'actif du FCPR. Ceci vient encore réduire les possibilités de financement des quasi-fonds propres.

Enfin, pour des raisons conjoncturelles, en temps de crise, les acteurs du capital investissement ont pu utiliser ces valeurs mobilières afin de compenser les défaillances de marché.

Enfin, ces valeurs mobilières composées sont aussi un moyen d'investir dans une entreprise en attente de pouvoir investir en fonds propres. Ces outils sont un moyen sécurisé sur le plan juridique qui permet donc de mettre en place un processus d'investissement temporaire.

Notons qu'il existe un métier du capital investissement à part entière dédié à ce type d'investissement : il s'agit de la mezzanine. Les nombre de « mezzaneurs » en France est relativement peu nombreux.

Notons également qu'il n'y a jamais de « rentabilité exigée ».

Question n° 4 :

La liquidité de l'investissement conditionne-t-elle, *ab initio*, la décision d'accompagner une entreprise ?
Comment vous efforcez-vous d'anticiper la liquidité de votre investissement ?

Réponse de l'AFIC

Par essence, les titres de sociétés non cotées ne sont pas liquides. Le meilleur moyen de faciliter la liquidité des titres est la création de la valeur.

L'absence de liquidité des titres est un risque pris et assumé dès le début de l'investissement quelle que soit l'entreprise. Il existe des mécanismes de sortie. Ils sont construits dans les Pactes d'actionnaires. Il convient ici de faire une distinction entre les investisseurs majoritaires et les investisseurs minoritaires. La longueur des procédures judiciaires et le recours de plus en plus systématique à des procédures contentieuses sont de nature à dissuader l'investisseur en capital. L'obligation fondamentale est de leur apporter une liquidité à terme. Quand on parle d'incertitude, cela conduit à un impact direct sur la croissance. En fait de l'absence d'investissement compte tenu de l'incertitude juridique. Il convient de souligner que les acteurs du capital investissement sont des investisseurs du moyen-long terme. Dans la plupart des cas, il ne s'agit pas de céder la seule participation détenue par le capital-investisseur. L'investissement a pour vocation d'aider la Société à se développer et à croître suffisamment pour qu'elle puisse intéresser soit un acteur industriel qui acquerra 100% du capital, soit les marchés financiers qui accueilleront favorablement une introduction en bourse.

Question n° 5 :

Les promesses d'achat à prix plancher sont-elles un instrument rare, courant, ou fréquent d'organisation de la liquidité et de la rentabilité de votre investissement ? Pourquoi ?

Réponse de l'AFIC

Les promesses d'achat à prix plancher sont un instrument rarement utilisé par les acteurs du capital investissement, car elles ne correspondent pas à l'idée de prise de risque, et il n'existe pas de contrepartie pour ce type de promesse. Elles pourraient constituer un outil juridique de protection de l'investissement dans des cas très particuliers dans lesquelles la Société, ou ses dirigeants, seraient en rupture complète de leurs engagements. Mais dans ce cas elles s'analysent comme la réparation conventionnelle d'un préjudice, et ne constituent pas un outil standard d'investissement.

A contrario, les fonds d'investissement peuvent être bénéficiaires de promesses de vente d'actions qui leur sont consenties par les associés dirigeants principaux de la Société. Ce sont les promoteurs du projet qui sont allés chercher les acteurs du capital investissement. Ils doivent s'engager dès le début à rester dans le capital de l'entreprise. C'est un élément essentiel du pacte de confiance entre les investisseurs et les entrepreneurs. En règle générale, ceux-ci s'engagent à rester dans la Société pendant un certain laps de temps après l'investissement. S'ils venaient à rompre leur engagement, ils pourraient alors être contraints de céder leurs actions aux investisseurs. L'idée, ici, n'est pas d'accroître la rentabilité de l'investissement mais de pouvoir dans un premier temps racheter les actions aux dirigeants sortant à leur prix d'entrée en vue de les rétrocéder aux nouveaux dirigeants afin de leur permettre d'être intéressé aux résultats futurs.

Le second objectif est de traiter la disparition de l'*affectio societatis* et de ne garder au capital que des personnes adhérant au projet..

Question n° 6 :

En France, la pratique des acteurs "français" du capital investissement diffère-t-elle de celle des acteurs étrangers, en particulier s'agissant des attentes de rentabilité, des instruments de liquidité et de la relation entretenue par l'investisseur avec le chef d'entreprise ? Déterminez, le cas échéant, les points saillants de divergence.

NB il n'y a pas que le chef d'entreprise ; il y a aussi les salariés.

Réponse de l'ARIC

A titre préliminaire, il convient de rappeler que les principales sources de financement des PME françaises¹ se décomposent de la manière suivante :

- banques et prêteurs : 92% ;
- capital investissement : 7% ;
- marchés boursiers : 1%.

La France est le deuxième marché européen du capital investissement derrière le Royaume-Uni. Le capital investissement français est reconnu comme moteur du financement du tissu entrepreneurial français. En effet, la France reste le territoire privilégié d'investissement des fonds de capital investissement et concentre près de 90 % des entreprises investies. En 2011, le capital investissement, tous segments confondus, a investi plus de 7 800 M€ en France accompagnant ainsi près de 1500 entreprises françaises. Nous constatons que sur la même période, 1048 entreprises ont été financées par les acteurs du capital investissement d'outre-manche dont près de 50% étaient situées en dehors du Royaume-Uni et 4820 aux Etats-Unis. Ceci signifie que sur les marchés anglo-saxons, les tickets d'investissement de ces acteurs sont plus importants en montant mais que le nombre d'entreprises en bénéficiant est moins important qu'en France.

Entre 2010 et 2011, le montant investi en France a augmenté de 28,5 % et se concentre majoritairement sur la région Ile de France tant en nombre d'entreprises qu'en montant investi².

¹ source : Paris-Europlace, Juillet 2012

Rappelons qu'en termes d'impact social, en 2001, il a été recensé 76 000 emplois (nets) supplémentaires parmi les entreprises françaises accompagnées par le capital investissement.

Les caractéristiques de la France est que l'on constate qu'il y a plus de contestations sur les sorties et les rachats de titres sur les départs de manager notamment sur les sorties suite à des démissions où malgré la clarté des clauses contractuelles sont opposés de multiples recours notamment au titre de l'interférence entre le droit du travail et le droit des sociétés. Le salarié plaide la nullité de la sanction pour démission ou le recours à l'article 1843-4 du code civil. C'est un élément essentiel de l'adhésion au projet de mettre en œuvre pour les hommes clés. La situation est aggravée par la lenteur du système judiciaire qui permet à un actionnaire de mauvaise foi d'exercer un chantage dans la perspective d'une cession de l'entreprise. Les sociétés non cotées se cédant à quasi 100% du capital, l'attitude d'un seul actionnaire minoritaire peut bloquer l'opération de cession, même s'il reste fautif au regard du pacte d'actionnaires Il s'agit là d'une spécificité française que l'on ne retrouve pas dans les principaux pays ayant une activité de capital investissement.

En outre, il convient de rappeler que la pratique des acteurs français est fortement contrainte par les règles applicables aux Fonds commun de placement à risques.. Ainsi, en début de vie, il pourra consacrer ses investissements à des Sociétés dont l'horizon de liquidité est plus éloigné. En fin de période d'investissement, il privilégiera des investissements dans des sociétés qui pourront être revendues à plus brève échéance Les contraintes de durée de vie des Fonds sont plus ou moins sensibles en fonction de leur clientèle, grand public ou investisseurs institutionnels.

Autre exemple, les FCPR à procédure allégée ne peuvent investir pour atteindre le quota d'investissement que dans certains types d'actifs (fonds propres ou quasi fonds propres). Ces contraintes d'investissement n'existent pas à l'étranger. Encore, les FCPI et les FIP ont des contraintes d'investissement dans des délais très réduits (12 mois pour atteindre 50% du quota d'investissement de 60% de l'actif puis 12 mois complémentaires pour atteindre 100% du quota d'investissement de 60%).

Question n° 7 :

La formalisation juridique de vos relations avec la société et les autres associés est-elle externalisée ? Pensez-vous que le droit, mis à part le droit fiscal, est susceptible de vous apporter des avantages concurrentiels sur le secteur d'activité de l'investissement en capital ?

Réponse de l'AFIC

La formalisation juridique des relations avec la société et les autres associés est souvent rédigée par des cabinets d'avocats externes.

Nous constatons que les acteurs du capital investissement des pays anglo-saxons ont plus de souplesse que les acteurs français du capital investissement. Toutefois, a contrario, nous observons que ces contraintes apportent plus de sécurité juridique sauf lorsque la jurisprudence crée une nouvelle interprétation différente de celle entendue par les professionnels.

² Etudes d'activité 2011 www.afic.data.com/Ornest-Thorton - http://www.afic.asso.fr/Images/Upload/Communiqu%C3%A9%20proso/120328_Activite_da_CI_2011_version_def_v2.pdf

MAJ 24/04/2013

Question n° 8 :

Si vous deviez évaluer la qualité / performance du droit français des sociétés et des obligations, à l'aune de votre secteur d'activité, vous l'estimeriez :

- Optimale
- Bonne
- Moyenne
- Faible

Explication éventuelle :

Réponse de l'AFIC

L'AFIC estime que l'évaluation qualité / performance du droit français des sociétés et des obligations est moyenne en dégradation sensible du fait des décisions récentes de la Cour de cassation tant en matière sociale qu'au termes de l'article 1843-4 pour le capital investissement..

Question n° 9 :

L'application de l'article 1843-4 du Code civil français (i.e. désignation judiciaire d'un expert indépendant chargé de la détermination du prix de cession des droits sociaux) a-t-elle déjà remis en cause les attentes de rentabilité que vous auriez pu juridiquement formaliser ?

Détails éventuels :

Réponse de l'AFIC

La mise en place en amont d'une formule de prix ne vise pas à maîtriser les attentes de rentabilité. La formule de prix est arrêtée en amont sur la base de critères objectifs. Elle a un caractère contractuel au sens de l'article 1134 du Code civil. Sa remise en cause ultérieure aura pour effet principal de remettre en cause les équilibres initiaux entre les différentes parties prenantes dans l'opération (actionnaires initiaux et actionnaires entrants par exemple).

En tout état de cause et quelle que soit la formule utilisée, si les agrégats de l'entreprise sont bons, ils conduiront à définir un prix qui prend en compte la bonne marche de l'entreprise.

Si l'entreprise est en difficulté, quelle que soit la formule utilisée, le prix de cession ne pourra qu'être négatif.

Une fois de plus, les recours à l'article 1843-4 du code civil s'inscrivent dans un chantage de faible au fort ou des tentatives de s'exonérer des obligations établies *ab initio*.

Question n° 10 :

Une immixtion du juge dans la détermination du prix de sortie de l'investisseur en capital est-elle, selon-vous, susceptible de freiner le secteur de l'investissement en capital ?

Réponse de l'ARIC

Oui cela crée une insécurité juridique qui n'est pas opportune, ni pour les fonds d'investissement, ni pour les dirigeants, ni pour l'entreprise. L'activité de capital-investissement s'est grandement professionnalisée au cours des vingt dernières années. Tous les acteurs impliqués (investisseurs, fondateurs, dirigeants, associés minoritaires, cabinets d'avocats) ont développé une pratique connue. Les « règles du jeu » sont acceptées au départ, et elles forment un équilibre qui conditionne l'entrée au capital des investisseurs. La remise en cause régulière de cet équilibre, à la sortie, par les juges ou les experts est donc préjudiciable.

Le prix de sortie est le prix de marché, ce que le juge ne peut contester.

Question n° 11 :

Selon-vous, qu'est-ce qu'un juste prix de sortie de l'investisseur en capital ?

Réponse de l'ARIC

Il convient ici de bien faire la différence entre l'évaluation de l'entreprise et le prix de cession de l'entreprise.

Le juste prix de sortie est le prix de cession. Le juste prix s'entend dans ce cas du prix que le marché accepte de payer pour acquérir la participation détenue par l'acteur du capital investissement.

Rappelons que les références au juste prix sont issues des règles internationales édictées par l'IPEV et qui cherchent à approcher au mieux la valeur de marché. Ces règles sont complexes et difficilement exploitables dans une promesse. Bien souvent, les promesses et les pactes d'actionnaires sont établis sur des formules convenues notamment par l'application de multiples à des résultats qui sont une version simplifiée des règles de l'IPEV et des normes IFRS.

Question n° 12 :

Quel est l'intérêt pour un chef d'entreprise de recourir au capital investissement en tant qu'instrument de financement ? S'agit-il pour lui d'un choix ou d'une alternative à l'absence de concours bancaire ?

Réponse de l'ARIC

Les acteurs du capital investissement accompagnent le dirigeant d'entreprise dans la création, le développement et la transmission de son entreprise.

En fonction de ses besoins, il pourra faire appel à l'un des métiers du capital investissement (capital innovation, capital développement ou capital transmission) et pourra choisir soit la détention d'une participation minoritaire soit la détention d'une participation majoritaire soit enfin la possibilité d'avoir uniquement un obligataire. En tout état de cause, il n'aura pas de garanties personnelles à fournir.

Il existe une extrême variété de projets qui ne sont pas éligibles au crédit bancaire ou bien que le dirigeant ne souhaite pas avoir recours au crédit bancaire ou bien encore que le dirigeant souhaite un partenaire pour adhérer et l'accompagner dans son projet.

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES CITEES

(Pour les références de droit comparé, voir les bibliographies figurant à la fin des contributions situées en annexes).

Ouvrages :

AFIC, *Capital développement : le guide des solutions de sortie*, 2007 ; disponible sur le site <http://www.afic.asso.fr>.

Beck (U.), *La société du risque. Sur la voie d'une autre modernité*, Flammarion, 2001.

Cornu (G.), *Vocabulaire juridique*, 9^{ème} éd., PUF, 2011.

Cozian (M.), Viandier (A.), Deboissy (F.), *Droit des sociétés*, 25^{ème} éd., Lexis-Nexis, 2012.

F. Lefebvre, *Mémento Sociétés Commerciales*, 2012, n° 68615, p. 1119.

Freeman (R. E.) *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston : Pitman Publishing, 1984.

Gaillard (E.), *Le pouvoir en droit privé*, Economica, 1985.

Georges (E.), *Essai de généralisation d'un droit de retrait dans la société anonyme*, LGDJ, 2005.

Grenot-Devedjian (A.), *Les valeurs mobilières composées*, Thèse Paris 1, 2008.

Guyon (Y.), *Les sociétés. Aménagements statutaires et conventions entre associés*, LGDJ, 5^{ème} éd., 2002.

Le Cannu (P.), Dondéro (B.), *Droit des sociétés*, 4^{ème} éd., Montchrestien, 2012.

Méric (J.), Pesqueux (Y.), Solé (A.), *La « société du risque » : analyse et critique*, Economica, 2009.

Merle (Ph.), *Sociétés commerciales*, 16^{ème} éd., Dalloz, 2013.

Mondhier (Ch.), *Le capital-risque pour financer la croissance et l'emploi*, Banque éditeur, 2000.

Mortier (R.), *Le rachat par la société de ses droits sociaux*, Dalloz, coll. Nouvelle Bibliothèque de thèses, 2003.

Moury (J.), *Droit des ventes et des cessions de droits sociaux à dire de tiers*, Dalloz, 2011.

Piétrancosta (A.), *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, Thèse Paris 1, 1999.

Sauget (I.), *Le droit de retrait de l'associé*, thèse Paris X, 1991.

Schmidt (D.), *Les fonds de capital investissement. Principes juridiques et fiscaux*, 2^{ème} éd., Gualino – Lextenso, 2009.

Vidal (D.), *Droit des sociétés*, 7^{ème} éd., LGDJ, 2010.

Articles :

AMF, « Position-recommandation n° 2012-11 – Guide relatif aux OPCVM de capital investissement », août 2012, p. 9.

Barbière (J.-F.), « *Imperium* de l'expert de l'article 1843-4 versus consensualisme », *Bull. Joly* 2013, n° 2, p. 101.

Besnard Goudet (R.), « Clauses statutaires d'agrément, de préemption et d'exclusion dans les cessions d'actions », *J.-Cl. Sociétés Traité*, fasc. 1792, février 2013.

Bonneau (T.), « Valeurs mobilières composées », *J.-Cl. Sociétés Traité*, fasc. n° 1903.

Bureau (D.), « La réglementation de l'économie », *Archives de philosophie du droit* 1997, n° 41, pp. 317-339.

Cavalier (B.), « Article 1843-4 : des réponses... et des questions », *Revue Lamy Droit Civil* 2009, n° 66, pp. 7-10.

Clark (J. B.), « Insurance and business profit », *Quarterly Journal of Economics* 1892, vol. 7, n°1, pp. 40-54.

Coquelet (M.-L.), « Le non-respect du principe du contradictoire par l'expert de l'article 1843-4 du Code civil n'est pas contraire aux exigences constitutionnelles », *Dr. sociétés* 2011, n° 6, pp. 13-15.

Couret (A.), « La constitutionnalité de l'article 1843-4 du code civil », *D.* 2011, n° 20, pp. 1390-1392.

Couret (A.), « Article 1843-4 du code civil et clauses d'évaluation des droits sociaux : de nouvelles perspectives ? », *D.* 2013, n° 2, pp. 147-151.

Danet (D.), « La nature de la firme et la théorie des options : quel fondement juridique ? », *Revue Française de Gestion*, vol. 7, n° 3, 1992, pp. 95-111.

Dondéro (B.), « Article 1843-4 du code civil : clarifications suggérées », *Mélanges Tricot*, Dalloz, 2011, pp. 639-655.

Dondéro (B.), « La valorisation des droits sociaux est une chose trop sérieuse pour la confier aux associés », *JCP E* 2013, n° 1, pp. 30-33.

Favre (Cl.), « Introduction », in *La pratique de l'évaluation irrévocable à dire d'expert (article 1592 et 1843-4 du Code civil)*, *Gaz. Pal.* 4 et 5 sept. 2009, n° 247 à 248, pp. 3-4.

Garnier (A.), « Détermination du prix dans les cessions de droits sociaux », *JCP E* 2013, n° 8, pp. 18-21.

Gautier (P.-Y.), « De l'usage excessif des « QPC » : la détermination du prix par l'expert n'en relève pas, ouf ! », *RTD civ.* 2011, n° 2, pp. 364-366.

Germain (M.), « La renonciation aux droits propres des associés : illustrations », *Mélanges Terré*, Dalloz-Puf-Juris-Classeur, 1999, pp. 401-413.

Grimaldi (C.), « Regard civiliste sur la cession ou le rachat forcé de droits sociaux », *JCP* 2009, n° 49, pp. 11-12.

Ghestin (J.), *La Voix du Nord*, 23-24 mai 1982, citée par Jamin (C.), « Plaidoyer pour le solidarisme contractuel », *Mélanges Ghestin*, LGDJ, 2001, pp. 441-472.

Hawley (F. B.), « The Fundamental Error of "Kapital und Kapitalzins" », *Quarterly Journal of Economics* 1892, vol. 6, n° 3, pp. 280-307.

Haynes (J.), « Risk as an Economic Factor », *Quarterly Journal of Economics* 1895, vol. 9, n°4, pp. 409-449.

Jensen (M. C.), Meckling (W. H.), « Theory of firm, managerial behavior agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics* 1976, vol. 3, n° 4, pp. 305-306.

Lamoureux (M.), « Retour sur le champ d'application de l'article 1843-4 du Code civil », *Bull. Joly* 2013, n°3, pp. 209-212.

Le Nabasque (H.), « Le champ d'application de l'article 1843-4 du Code civil », *Bull. Joly* 2009, n°11, pp. 1018-1027.

Lemaire (S.), « Le choix de la loi du contrat en droit interne », *Revue de la Recherche Juridique*, 2001-3, pp. 1431-1149.

F.-X. Lucas, « Théorie des bénéfiques et des pertes. Clauses léonines », *J.-Cl. Sociétés Traité*, fasc. n° 15-30.

Lucas (F.-X.), « Extension aux promesses de cession de titres du recours forcé à l'expertise pour la détermination du prix », *Bull. Joly* 2013, n° 23, pp. 230-235.

Molfessis (N.), « Le contrat », *in L'entreprise et le droit constitutionnel, Revue Lamy Droit des Affaires*, déc. 2010, suppl. au n° 55, pp. 47-51.

Mortier (R.), « Contre le droit de repentir en droit des sociétés », *Rev. sociétés* 2009, n° 3, pp. 547-555.

Mortier (R.), « L'article 1843-4 du Code civil et la question préjudicielle de constitutionnalité », *Bull. Joly* 2011, n° 5, pp. 366-369.

Mortier (R.), « L'article 1843-4 à tout prix ! », *Dr. sociétés* 2013, n° 3, pp. 14-17.

Moury (J.), « L'excès de pouvoir et le juge de l'article 1843-4 du code civil », *D.* 2012, n° 38, pp. 2573-2576.

Moury (J.), « Supplique à l'adresse de mesdames et messieurs les Hauts conseillers afin qu'ils accordent grâce aux praticiens de la tierce estimation », *Rev. sociétés* 2013, n° 6, pp. 330-335.

Mousseron (P.), « Renforcement de l'indépendance de l'expert de l'article 1843-4 », *Bull. Joly* 2010, n° 7, pp. 624-626.

Pietton (M.), Mollard (Ph.), « Fixation du prix de cession de droits sociaux par un expert », *RJDA* 3/13, pp. 179-181.

Piron (S.), « L'apparition du *resicum* en Méditerranée occidentale, XIIème – XIIIème siècles », in Collas-Heddeland (E) (et al.) (co-dir.), *Pour une histoire culturelle du risque. Genese, evolution, actualite du concept dans les societes occidentales*, Editions Histoire et Anthropologie, Strasbourg, 2004, pp. 59-76.

Pradier (P.-C.), Teira Serrano (D.), « Frank H. Knight. Le risque comme critique de l'économie politique », *Revue de synthèse* 2000, n°1-2, p. 79-116.

Rebérioux (A.), « Les fondements microéconomiques de la valeur actionnariale. Une revue critique de littérature », *Revue Economique*, 2005/1, pp. 51-75, spéc. p. 55.

Rieucan (J.-N.), « "Les entreprises où les hommes s'exposent à une perte, dans la vue d'un profit". Condorcet et l'héritage de d'Alembert », *Revue économique* 1998, Vol. 49, n°5, pp. 1365-1405.

Robé (J.-Ph.), « Pour en finir avec Milton Friedman. Misère de la théorie de l'agence », in Lyon-Caen (A.), Urban (Q.), *La crise de l'entreprise et de sa représentation*, Dalloz, coll. *Thèmes & Commentaires*, 2012, pp.11-31.

Schiller (S.), « Pactes d'actionnaires (Clauses statutaires et pactes extra-statutaires) », *Rép. Dr. sociétés*, Dalloz, février 2009, n° 43, p. 14.

Vatteville (E.), « La création de valeur : de l'exclusivité à la diversité partenariale », *Management & Avenir* 2008, n° 18, pp. 88-103, spéc. p. 91.

Jurisprudence :

Cass. req., 14 juin 1882, *DP* 1884, p. 222.

Cass. req., 9 avril 1941, *D.* 1941, p. 275 ; *JCP* 1941.II.1762, note D. Bastian ; *S.* 1941, 1, p. 141 ; *Journ. sociétés* 1943, p. 248.

Cass. com., 22 mars 1955, *Bull. civ.* 1955, III, n° 104.

Cass. com., 4 mars 1970, *Bull. civ.* 1970, IV, n° 86, pp. 81-82.

Cass. com., 8 novembre 1976, *Rev. sociétés* 1977, pp. 285-290, note C. Atias.

Cass. com., 10 févr. 1981, *Bull. civ.*, IV, n° 77 ; *Rev. sociétés* 1982, p. 98, note Ph. Merle ; *Bull. Joly* 1981, p. 223, § 114.

Cass. com., 15 juin 1982, *Gaz. Pal.* 1983, pan. jurispr., p. 23.

Cass. com., 20 mai 1986, *Dr. sociétés* 1986, n° 213, p. 6, obs. M. Germain ; *Rev. sociétés* 1986, p. 587, note D. Randoux ; *JCP E* 1986, I, 15846, obs. A. Viandier et J.-J. Caussain ; *RTD com.* 1987, p. 205, obs. Y. Reinhard ; *RTD com.* 1987, p. 66, obs. Cl. Champaud et P. Le Floch ; *Bull. Joly* 1986, p. 618, § 169.

Cass. civ., 1^{ère}, 7 avril 1987, *Bull. Joly* 1987, p. 278, § 133 ; *Rev. sociétés* 1987, p. 395, obs. D. Randoux ; *JCP G* 1988.II.21006, note M. Germain ; *JCP E* 1987.I.16644, obs. A. Viandier et J.-J. Caussain ; *RD bancaire et bourse* 1987, p. 92, obs. M. Jeantin et A. Viandier ; *RTD com.* 1987, p. 523, obs. E. Alfandari et M. Jeantin ; *RTD com.* 1988, p. 66, n° 5, obs. C. Champaud et P. Le Floch ; *RTD civ.* 1987, p. 744, n° 3, obs. J. Mestre.

Cass. com., 4 novembre 1987, *Bull. civ.*, IV, n° 226, pp. 168-169 ; *JCP* 1988.II.21050, obs. A. Viandier ; *Rev. sociétés* 1988, p. 102, obs. Y. Guyon.

Cass. com., 10 janvier 1989, *Bull. civ.* 1989, IV, n° 95 ; *JCP E* 1989.II.15492, note A. Viandier ; *Bull. Joly* 1989, p. 256, note P. Le Cannu ; *D.* 1990, p. 250, note T. Forschbach.

CA Paris, 14 mars 1990, *Bull. Joly* 1990, pp. 353-362.

Cass. civ., 1^{ère}, 16 juin 1993, *Rev. sociétés* 1994, n°2, pp. 295-297, note Y. Chartier.

Cass. com., 24 mai 1994, *Bull. civ.* 1994, IV, n° 189 ; *Rev. sociétés* 1994, p. 708, note Y. Reinhard ; *Dr. sociétés* 1994, comm. 141 ; *JCP G* 1994, n° 1223, p. 248 ; *Bull. Joly* 1994, p. 797, § 214, note P. Le Cannu ; *Defrénois* 1994, p. 1015, obs. H. Hovasse ; *D.* 1994, p. 503, note A. Couret ; *RTD com.* 1994, p. 720, obs. C. Champaud et D. Danet.

Cass. com., 18 octobre 1994, *Rev. sociétés* 1995, n°1, pp. 44-46, note P. Didier.

Cass. com., 12 mars 1996, *Bull. civ.* 1996, IV, n° 88 ; *D.* 1996, somm. p. 347, obs. J.-C. Hallouin ; *Defrénois* 1996, p. 1300, obs. J. Honorat ; *Bull. Joly* 1996, p. 516, § 176, note N. Rontchevsky ; *JCP E* 1996, 22, pan. p. 196 ; *JCP G* 1996.IV.1069, p. 139.

CA Paris, 20 septembre 1996, *RTD com.* 1997, n° 3, pp. 461-463, note Cl. Champaud et D. Danet.

Cass. com., 26 novembre 1996, pourvoi n° 94-15.403, *JCP* 1997.IV.134., p. 21.

Cass. com., 24 juin 1997, GARÇON (J.-P.), « Le droit au remboursement permanent des comptes courants d'associés », *JCP E* 1998, n° 40, pp. 1539-1540 ; *JCP* 1997.II.22966, pp. 550-553, note P. Mousseron.

Cass. com., 16 novembre 1999, *JCP E* 2000, n° 5, pp. 168-171, note F.-X. Lucas ; *Bull. Joly* 2000, p. 196, § 36.

Cass., ass. pl., 17 mai 2002, n° 00-11.664, *JCP E* 2002, n°28, pp. 1194-1198, note J. Monéger ; Becqué-Ickowicz (S.), « Soumission conventionnelle au statut des baux commerciaux et ordre public », *D.* 2003, n° 5, pp. 333-335 ; Libchaber (R.), « Une révélation : le traitement différencier et incertain des règles non impératives », note ss. Cass. ass. pl., précit., *Defrénois* 2002, n°19, art. 37607, pp. 1234-1239.

Cass. civ., 1^{ère}, 11 février 2003, *Rev. sociétés* 2003, n°1, pp. 142-144, note Y. Chartier.

Cass. com., 29 octobre 2003, pourvoi n° 00-17.538.

Cass. com., 16 novembre 2004, *Dr. sociétés* 2005, n° 6, pp. 22-23, note F.-X. Lucas 00-22.713 ; *Bull. Joly* 2005, n° 2, pp. 270-281, note N. Mathey ; *RTD com.* 2005, p. 111, obs. C. Champaud et D. Danet ; *Rev. sociétés* 2005, n° 3, pp. 593-607, note H. Le Nabasque ; *RD bancaire et fin.* 2005, n° 1, pp. 32-33, note A. Couret.

Cass. com., 22 février 2005, pourvoi n° 03-16.336, *JCP E* 2005, n° 27, p. 1164.

Cass. com., 22 février 2005, pourvoi n°02-14.392, *Dr. sociétés* 2005, comm. 107, note F.-G. Trébulle ; *JCP E* 2005, n°24, pp. 1029-1030, note H. Hovasse ; *Rev. sociétés* 2005, p. 593, note H. Le Nabasque ; *Bull. Joly* 2005, p. 961, note F.-X. Lucas ; *RDC* 2005, p. 776, note F.-X. Lucas ; *RTD com.* 2005, p. 344, note C. Champaud et D. Danet.

Cass. com., 8 mars 2005, pourvoi n° 02-11.462.

Cass. com., 8 mars 2005, pourvoi n° 02-17.692, *Dr. sociétés* 2005, n° 6, comm. 117, pp. 29-30, note J. Monnet ; *RTD com.* 2005, n° 3, pp. 599-601, note A. Martin-Serf ; *RDC* 2006, n° 2, pp. 449-453, note F.-X. Lucas ; *Rev. sociétés* 2005, n° 3, pp. 618-624, note D. Randoux.

Cass. com., 27 sept 2005, *Dr. sociétés* 2005, n° 12, pp. 35-36, note H. Hovasse ; *Bull. Joly* 2006, n° 1, pp. 92-95, note A. Couret ; *RDC* 2006, n° 2, pp. 443-449, obs. F.-X. Lucas ; cass.

com., 3 mars 2009, *Dr. sociétés* 2009, n° 6, pp. 14-16, note M.-L. Coquelet ; *Bull. Joly* 2009, n° 6, pp. 583-587, note F.-X. Lucas.

Cass. com., 19 décembre 2006, *JCP E* 2007, n° 11, p. 11, n° 8 et s., note D. Mainguy.

Cass. com., 4 décembre 2007, pourvoi n° 06-13.912, Dammann (R.), Périnot (S.), « L'interprétation controversée de l'article 1843-4 du Code civil », *D.* 2009, n° 32, pp. 2170-2171 ; *JCP E* 2008, n° 31-34, pp. 32-35, note C. Grimaldi et Ph. Netto ; *JCP E* 2008, n° 5, pp. 39-41, note H. Hovasse ; *RTD com.* 2008, n° 3, p. 615, note B. Bouloc ; Moury (J.), « La liberté du tiers estimateur de l'article 1843-4 du Code civil en dépit de la présence d'une clause statutaire d'évaluation des droits sociaux », *Rev. sociétés* 2008, n° 2, pp. 341-347 ; Croze (H.), « Portée d'une clause d'évaluation des droits sociaux », *Procédures* 2008, n° 4, pp. 19-20 ; Lucas (F.-X.), « Interrogations sur la portée de l'article 1843-4 du Code civil en vue d'évaluer les droits sociaux d'un associé se retirant », *Bull. Joly* 2008, n° 3, pp. 216-219 ; Mortier (R.), « L'absolutisme jurisprudentiel de l'article 1843-4 du code civil », *Dr. sociétés* 2008, n° 2, pp. 15-17.

Cass. com., 4 décembre 2007, pourvoi n° 06-13.913, Mortier (R.), « Un arrêt peut en cacher un autre : retour sur l'absolutisme jurisprudentiel de l'article 1843-4 du Code civil », *Dr. sociétés* 2008, n° 8-9, pp. 20-22.

Cass. civ, 1^{ère}, 30 octobre 2008, *Bull. Joly* 2009, n° 6, pp. 568-569, note F.-X. Lucas.

CA Paris, 3^{ème} ch., sect. A., 9 décembre 2008, *JurisData* n° 2008-375159, *Rev. sociétés* 2009, n° 1, pp. 187-190, note Urbain-Parléani (I.) ; Mortier (R.), « La jurisprudence contre le contrat : l'hégémonie de l'article 1843-4 se confirme », *Dr. sociétés* 2009, n° 5, comm. 93, pp. 19-21.

Cass. com., 3 mars 2009, pourvoi n° 08-12.359, *Bull. Joly* 2009, n° 6, pp. 583-587, note F.-X. Lucas.

Cass. com., 5 mai 2009, *RTD com.* 2009, n° 4, pp. 799-800, note B. Bouloc ; *D.* 2009, n° 38, p. 2583, note R. Salomon ; *JCP G* 2009, n° 45, pp. 29-30, note Fl. Deboissy et G. Wicker ; *RTD civ.* 2009, n° 3, pp. 548-550, note P.-Y. Gautier ; *RJC* 2009, n° 4, pp. 292-295, note C. Ginestet ; *Gaz. Pal.* 2009, n° 165-167, pp. 9-11, note M. Zavarro ; *D.* 2009, n° 20, pp. 1349-1350, note A. Lienhard ; Dondéro (B.), « La cour de cassation et le double mystère de l'article 1843-4 du code civil », *D.* 2009, n° 32, pp. 2195-2197 ; Martin (D.), « Etude sur l'évaluation non amiable des parts sociales », *RJC* 2009, n° 5, pp. 312-321 ; Poracchia (D.), « L'expert de l'article 1843-4 ne peut se voir imposer une méthode d'évaluation », *RTDF* 2009, n° 3, pp. 104-107 ; Marpeau (B.), « L'expert de l'article 1843-4 seul juge des critères de détermination de la valeur des droits sociaux », *RTDF* 2009, n° 3, pp. 62-66 ; Maugeri (V.), « Clause relative au prix en cas de cession de droits sociaux : l'expert supplante le contrat », *Rev. Lamy dr. civ.* 2009, n° 62, pp. 11-12 ; Mestre (J.), « Quelques éclairages récents sur le rôle du juge dans la

vie des sociétés », *Rev. Lamy dr. aff.* 2009, n° 40, pp. 14-19 ; Mortier (R.), « Consécration par la Cour de cassation de la violation du contrat par le tiers estimateur », *JCP E* 2009, n° 25, pp. 39-42.

CA Versailles, 10 septembre 2009, n°08/06170, *D.* 2009, n° 33, p. 2220, obs. A. Lienhard.

Cass., 3^{ème} civ., 18 novembre 2009, *Dr. sociétés* 2010, comm. 23, pp. 22-23, obs. Mortier ; *Bull. Joly* 2010, n° 3, pp. 241-243, note J.-P. Garçon.

Cass. com., 24 novembre 2009 ; Petit (B.), « Cession ou rachat de droits sociaux : application de l'article 1843-4 du Code civil en présence d'une clause extra-statutaire de détermination du prix », *RJDA* 4/10, pp. 319-323 ; Le Nabasque (H.), « Retour d'humeur sur l'article 1843-4 du Code civil », note ss. cass. com., précit., *Rev. sociétés* 2011, n° 3, pp. 149-153 ; *D.* 2010, n° 42, pp. 2798-2800, note J.-C. Hallouin ; *JCP N* 2010, n°11, pp. 32-34, note G. Mouy ; *Dr. et Patr.* 2010, n° 191, pp. 108-110, note D. Poracchia ; Moury (J.), « Cession de droits sociaux en exécution d'une convention extra-statutaire et applicabilité de l'article 1843-4 », *Rev. sociétés* 2010, n° 1, pp. 21-25 ; *JCP E* 2010, n° 8, pp. 25-27, note M.-L. Coquelet ; Gibirila (D.), « La contestation antérieure à la cession de droits sociaux, condition de nomination de l'expert de l'article 1843-4 du Code civil », *LexBase Hebdo, Edition Privée Générale*, n° 376, 17 décembre 2009 ; Le Cannu (P.), Mathez (H.), « Sécurité des promesses de vente, mais... », *Bull. Joly* 2010, n° 4, pp. 318-322, note ss. arrêt précit.

Cass. com., 16 février 2010, *Bull. Joly* 2010, n° 7, pp. 624-626, note P. Mousseron.

Cass. com., 23 mars 2010, pourvoi n° 09-65.039, *Rev. sociétés* 2010, *RTD com.* 2010, n° 2, pp. 379-382, note P. Le Cannu et B. Dondéro.

CA Paris, 1^{er} avril 2010, arrêt n° 09/05440, *JurisData* n° 2010-008588.

Cass. com., 4 mai 2010, *RTD com.* 2010, n° 3, pp. 571-572 ; *Rev. sociétés* 2010, n° 12, pp. 577-581, note J. Moury.

Cass. com., 15 novembre 2010, *Rev. sociétés* 2011, n° 3, pp. 168-171, note R. Mortier.

Cass. civ., 3^{ème}, 29 juin 2011, n° 10-21.465, inédit.

CA Paris, 6 septembre 2011, arrêt n° 10/21740, inédit.

Cass. com., 13 septembre 2011, pourvoi n° 10-19.526, inédit.

Cass. com., 3 mai 2012, *RTD com.* 2012, n° 3, p. 575, note M.-H. Monsérié-Bon ; Barbière (J.-F.), « La qualité de créancier social absorbée par celle d'associé ? », *Bull. Joly* 2012, n° 7, pp. 571-573 ; Couret (A.), Dondéro (B.), « L'associé créancier n'est pas un tiers du point de vue de l'obligation aux dettes sociales », *JCP E* 2012, n° 27, pp. 24-26.

Cass. com., 15 mai 2012, *Gaz. Pal.* 2012, n° 223-224, pp. 29-30, note Zattara-Gros (A.-F.) ; Le Cannu (P.), « Le bunker de l'article 1843-4 résiste à l'excès de pouvoir », *Bull. Joly* 2012, n° 7, pp. 542-545.

Cass. com., 6 novembre 2012, *RTD civ.* 2013, n° 1, pp. 110-112, note B. Fages.

Cass. com., 4 décembre 2012, pourvoi n°11-26.520, *Dr. sociétés* 2013, n° 3, pp. 17-21, note R. Mortier.

Cass. com., 4 décembre 2012, pourvoi n° 10-16.280 ; Lucas (F.-X.), « Extension aux promesses de cession de titres du recours forcé à l'expertise pour la détermination du prix », *Bull. Joly* 2013, n° 3, pp. 230-235 ; Mortier (R.), « L'article 1843-4 à tout prix ! », *Dr. sociétés* 2013, n° 3, pp. 14-17 ; Constantin (A.), « Interrogations (et inquiétudes) sur le champ d'application des dispositions de l'article 1843-4 du code civil, notamment sont extension aux conventions extra-statutaires », *RTD com.* 2012, n° 4, pp. 805-811 ; Dondéro (B.), « La valorisation des droits sociaux est une chose trop sérieuse pour la confier aux associés... », *JCP E* 2013, n° 1, pp. 30-33 ; Zattara-Gros (A.-Fr.), « Les trésors cachés de l'article 1843-4 du Code civil ou comment encadrer la cession de droits sociaux », *Gaz. Pal.* 2013, n° 25/26, pp. 27-29 ; Poracchia (D.), *Dr. et Patr.* 2013, n° 225, pp. 95-97, spéc. p. 97. Plus prudent sur l'extension du champ de l'article 1843-4 hors des statuts, Lienhard (A.), « Expertise de l'article 1843-4 : application aux pactes extra-statutaires », *D.* 2012, n° 44, p. 2962 ; Garnier (A.), « Détermination du prix dans les cessions de droits sociaux », *JCP E* 2013, n° 8, pp. 18-21.

Cass. com., 26 février 2013, *Bull. Joly* 2013, n° 6, pp. 385-388, note B. Dondéro ; *JCP E* 2013, n° 24, 1340, pp. 22-24, note R. Mortier.

TABLE DES MATIERES

Sommaire	7	
Table des abréviations	9	
Avant-Propos	11	
Introduction		
Le droit des sociétés : technique juridique d'assignation du risque de l'entreprise à l'associé.....	13	
A/ L'assomption du risque en économie capitaliste : critère de distinction de l'associé et du créancier.....		15
B/ Le paradigme d'assomption du risque de l'associé en droit des sociétés.....		22
1. L'inexistence d'un droit subjectif de retrait		24
2. L'interdiction de convertir et de transformer un titre de capital en titre de créance ..		31
3. Le principe de contribution aux pertes et de prohibition des stipulations léonines		34
Chapitre 1		
L'évolution de la jurisprudence relative à l'article 1843-4 c. civ. : une nouvelle illustration de l'assomption du risque en droit des sociétés	43	
A/ L'extension du champ d'application de l'estimation prévue par l'article 1843-4 c. civ.		45
1. Le domaine d'application initial de l'article 1843-4 c. civ. : les cessions et rachats d'actions légalement prévus ou l'accord exprès des parties		45
a : Cession ou rachat imposé légalement.....		45
b : L'accord des parties en vue de la soumission des cessions et rachats de droits sociaux aux dispositions de l'article 1843-4 c. civ.		49
2. L'application de l'article 1843-4 c. civ. malgré l'absence de prévision légale ou conventionnelle.....		54
a : Cession ou rachat prévu par les statuts.....		54
b : Cession prévue par un acte extra-statutaire		59
B/ Analyse de l'extension du champ d'application de l'article 1843-4 c. civ. à l'aune de l'assomption du risque par l'associé		66
a : L'improbable partie faible au contrat de cession de droits sociaux.....		67
b : La recherche du juste prix gouvernée par l'assomption du risque d'associé		70

Chapitre 2

La pratique juridique en matière de capital investissement	77
A/ Caractéristiques du panel des pactes étudiés	78
B/ Analyse des clauses relevant du panel de pactes.....	82
1. Les clauses de cession en cours d'investissement	85
a : Clause de préemption	85
Economie de la clause de préemption	85
Analyse du droit de préemption au regard de l'article 1843-4 c. civ.....	86
b : Clause de sortie conjointe	86
Droit de sortie conjointe (clause dite « Tag along »)	86
Economie du droit de sortie conjointe proportionnelle	87
Economie du droit de sortie conjointe totale	88
Analyse du droit de sortie conjointe au regard de l'article 1843-4 c. civ.....	90
Obligation de sortie conjointe (clause dite « Drag along »).....	92
Economie de l'obligation de sortie conjointe.....	92
Analyse de l'obligation de sortie conjointe au regard de l'article 1843-4 c. civ....	93
c : Promesses de vente conditionnelles (clauses dites de « bad leaver » et de « neutral leaver »).....	94
Economie des clauses de bad leaver et de neutral leaver	94
Analyse des clauses de bad leaver et neutral leaver au regard de l'article 1843-4 c. civ.....	96
d : Promesse d'achat conditionnelle (droit de sortie unilatérale)	97
Economie du droit de sortie unilatérale.....	97
Analyse de la promesse d'achat conditionnelle au regard de l'article 1843-4 c. civ.	99
2. Les cessions prévues au débouclage de l'investissement : la clause de liquidité	101
Economie de la clause de liquidité	101
Analyse de la clause de liquidité au regard de l'article 1843-4 c. civ.....	104
C/ Bilan de la pratique juridique en matière de capital investissement : une pratique coopérative le plus souvent à l'abri d'une remise en cause par le tiers estimateur	106

Chapitre 3

L'opinion des professionnels de l'investissement en capital sur leur propre relation au risque 115

A/ Données collectées..... 116

1. L'exposition au risque en tant que critère de distinction de l'associé et du créancier... 119

2. L'existence d'attentes de rentabilité et leurs critères de fixation 120

3. La formalisation juridique des attentes de rentabilité..... 121

4. L'importance de la liquidité de l'investissement et son anticipation par l'investisseur . 122

5. Le recours aux promesses unilatérales d'achat à prix plancher 124

6. L'utilité de l'intervention du juge dans la détermination du prix de sortie de l'investisseur en capital 125

7. La notion de juste prix de sortie pour un investisseur en capital 127

8. Le capital investissement en tant qu'alternative à l'absence de concours bancaires 128

B/ Bilan de l'opinion des investisseurs sur leur relation au risque d'associé..... 129

Conclusion générale..... 131

Annexes..... 133

Liste des annexes :..... 135

Annexe 1 :..... 137

Annexe 2 :..... 143

Annexe 3 :..... 151

Annexe 4 :..... 169

Annexe 5 :..... 189

Annexe 6 :..... 207

Références bibliographiques citées 217

Table des matières..... 227