

# Plaidoyer en faveur de l'introduction des actions de préférence rachetables à l'initiative de l'actionnaire en droit français

Sophie Vermeille  
Adrien Bézert<sup>1</sup>

Membres de Droit & Croissance<sup>2</sup>

« *Before venture capitalists invest, they plan for exit* »<sup>3</sup>.

**Introduction** - Sans qu'il soit ici nécessaire de retracer leur histoire et de détailler l'ensemble de leurs spécificités<sup>4</sup>, il est nécessaire de rappeler à titre liminaire que les actions rachetables sont « *des actions pouvant, ou devant, être rachetées par la société émettrice, soit sur son initiative, soit sur celle de l'actionnaire, et ce, à une date (ou pendant une période) et à un prix déterminés ou déterminables* »<sup>5</sup>. Les actions rachetables ont deux caractéristiques majeures : d'une part, l'accord des parties (ou au moins de l'une des parties) au rachat a été donné au moment de l'émission et, d'autre part, les termes ainsi que les conditions dudit rachat sont déterminés par avance au moment de l'émission. Il n'est donc plus nécessaire que les parties y consentent au moment du rachat<sup>6</sup>.

**Position du Gouvernement français** - Plusieurs arguments sont généralement invoqués pour justifier l'absence d'intro-

duction en droit français des actions de préférence rachetables à l'initiative de l'actionnaire. Il a notamment pu être avancé que de tels titres contreviendraient à la prohibition (i) de la variabilité du capital social dans les sociétés anonymes, (ii) de la conversion de titres de capital en titres de créances, (iii) des clauses léonines et (iv) conduiraient à reconnaître un droit de retrait dans les sociétés qui ne connaissent normalement pas ce droit. Chacun de ces arguments a pu être contesté par la doctrine<sup>7</sup>. À l'occasion de l'adoption de l'ordonnance n°2014-863 du 31 juillet 2014<sup>8</sup>, le Gouvernement français a consacré l'impossibilité pour le titulaire d'actions de préférence rachetables d'être à l'initiative dudit rachat. Le rapport au Président de la République relatif au texte précité avançait à cet égard que :

« *La faculté de rachat à l'initiative du porteur n'a pas été retenue, dans la mesure où de telles dispositions se heurteraient à des principes fondamentaux en droit des sociétés, telle la prohibition de la variabilité du capital social dans les sociétés anonymes, et auraient une incidence négative sur la qualification de ces titres en fonds propres dans les sociétés cotées* » (soulignement ajouté).

Le nécessaire respect des principes fondamentaux du droit des sociétés, comme la stabilité du capital social, conçus comme protégeant le droit de gage des créanciers, semble ainsi avoir été l'argument ayant emporté l'adhésion du Gouvernement. En prohibant le rachat des actions de préférence à l'initiative de l'actionnaire, le Gouvernement entend ainsi, *in fine*, protéger les droits des créanciers de l'entreprise, souci légitime et bienvenu. La prohibition pure et simple du recours aux actions de préférence rachetables à l'initiative de l'actionnaire apparaît toutefois excessive au regard de l'intérêt que présente le rachat des actions de préférence pour l'industrie du capital-risque<sup>9</sup> (I.). La position de la France fait à cet égard figure d'exception sur le plan international<sup>10</sup>. Il sera démontré

- 1 Les vues exprimées dans cet article n'engagent que leurs auteurs et ne représentent pas nécessairement celles des clients, employeurs ou autres organisations auxquels ils peuvent être affiliés par ailleurs. Les auteurs adressent leurs remerciements à Viveca Mezey, Samuel Touboul et Frank-Adrien Papon pour leur précieuse contribution sur les aspects techniques de l'article et sa relecture d'une version antérieure.
- 2 Droit & Croissance (Rules for Growth) ([www.droitcroissance.fr](http://www.droitcroissance.fr)) est un institut indépendant et non-partisan ouvert aux juristes et aux économistes, et plus généralement aux acteurs privés, partageant son ambition de réaliser et vulgariser des études dans le domaine du droit, de l'économie et de la finance. La mission de Droit & Croissance est d'interpeller les acteurs publics et privés et de nourrir les débats de la société civile pour faire valoir l'importance de l'analyse économique du droit (Law & Economics) comme vecteur d'efficacité économique. Droit & Croissance s'attache à combler le retard de la recherche universitaire française aux croisements des disciplines du droit, de l'économie et de la finance, responsable, selon nous, de l'inadaptation relative du système juridique à l'évolution de l'économie et de la finance en France. L'indépendance de Droit & Croissance est assurée exclusivement par le soutien de ses membres et de ses bienfaiteurs.
- 3 D. G. Smith, *The Exit Structure of Venture Capital*, *UCLA Law Review*, 2005, vol. 53, p. 315.
- 4 Sur ces questions, v. not. B. Brignon, T. Granier, *Actions de préférence*, *JurisClasseur Sociétés*, fasc. 1803, 29 oct. 2013 ; H. Le Nabasque, R. Mortier, D. Martin, A. Pietrancosta, C. Fallet, *Actions de préférence*, *Actes pratiques & Ingénierie sociétaire*, *JurisClasseur*, novembre-décembre 2012, p. 3.
- 5 R. Mortier, *Le rachat par la société de ses droits sociaux*, *Dalloz*, Nouvelle Bibliothèque de Thèses, vol. 27, 2003, p. 512, n°664. Certains auteurs préfèrent à cet égard parler d'actions « remboursables », v. not. P. Mousseron, *Les actions remboursables*, *Dr. sociétés*, n°6, juin 2007, étude 8.
- 6 P.-L. Davies *et alii*, "Gower's principles of modern company law", *Londres, Sweet & Maxwell*, 8<sup>th</sup> ed., 2008, p. 325, n°13-13 : « *The essential difference between redemption and purchase is that, under the latter, agreement of the parties (the selling shareholder and the buying company) will be needed at the time of the purchase. Neither party can force the other* ».

- 7 Sur ces questions, v. not. R. Mortier, *Les actions rachetables*, *Actes pratiques & Ingénierie Sociétaire*, *Revue Bimestrielle LexisNexis Jurisclasseur*, mars-avril 2015, dossier 2, p. 3, spéc. p. 12 ; A. Couret, *Les actions de préférence rachetables à l'initiative du porteur*, *Bull. Joly Sociétés*, 1<sup>er</sup> avril 2008, n°4, p. 344 ; P. Mousseron, *Les actions remboursables*, *Dr. sociétés*, n°6, juin 2007, étude 8 ; I. M. Barsan, A. Pietrancosta, *Pour une réforme des actions de préférence*, *RTDF*, 2008/3, p. 11 ; A. Reygrobellet, *Les actions de préférence sous les feux de l'actualité*, *RTDF*, n°1-2008, p. 48, spéc. p. 51. V. également Communication ANSA, 6 février 2008, n°08-007.
- 8 Ordonnance n°2014-863 du 31 juillet 2014 relative au droit des sociétés prise en application de l'article 3 de la loi n°2014-1 du 2 janvier 2014 habilitant le Gouvernement à simplifier et sécuriser la vie des entreprises, *JORF*, n°0177 du 2 août 2014, page 12814, texte n°10.
- 9 Compte tenu des bénéfices de l'activité de capital risque pour notre économie, cette position se révèle regrettable. Sur ces bénéfices, v. not., S.S. Kortum, J. Lerner, *Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation*, *RAND, Journal of Economics*, 2000, vol. 31, Issue 4, pp. 674-692, 2000. Disponible sur : <http://ssrn.com/abstract=1512328> ; P. Gomper, J. Lerner, *The Venture Capital Revolution*, *Journal of Economic Perspectives*, Spring, vol. 15, pp. 145-168.
- 10 R. Mortier, *Une originalité tristemment française : l'interdiction des actions rachetables sur l'initiative de l'actionnaire*, *Dr. sociétés*, n°5, mai 2015, alerte 19. Les actions de préférence rachetables à l'initiative de l'actionnaire sont en effet bien connues du monde anglo-saxon. Aux États-Unis et

que l'objectif de protection des droits des créanciers peut être atteint par le recours à d'autres mécanismes (II.).

## I. L'intérêt du rachat d'actions du point de vue de l'investisseur dans les opérations de capital-risque

**Définition de l'activité de capital-risque** - L'activité de capital-risque (« *venture capital* ») est celle qui consiste en l'apport de fonds propres à moyen et long termes (généralement de cinq à sept ans) par des investisseurs à des entreprises non cotées, dotées d'un fort potentiel de croissance. Les modalités de sortie des fonds de capital-risque du capital des sociétés qu'ils financent sont organisées dès leur entrée, ces fonds ayant une durée de vie généralement limitée à une dizaine d'années<sup>11</sup>. Les entreprises financées par des fonds de capital-risque sont quant à elles principalement actives dans le secteur des nouvelles technologies et nécessitent d'importants investissements lors des premières étapes de leur développement. Ces sociétés en phase d'amorçage présentent toutefois de forts risques d'échec, compte-tenu de la nature de leur activité. En cas de succès de ces sociétés, les gains peuvent être considérables et les fonds de capital-risque peuvent espérer céder leurs titres en réalisant une plus-value substantielle.

### 1. La logique économique sous-jacente à la souscription d'actions de préférence rachetables dans les opérations de capital-risque

Le fonds de capital-risque et l'entrepreneur financé par le fonds à travers la société sont intrinsèquement placés dans une situation d'asymétrie d'information au bénéfice de l'entrepreneur. Cette asymétrie d'information conduit *de facto* à l'émergence de conflits d'intérêts entre les différentes parties. L'entrepreneur est en effet le mieux informé sur l'activité, la situation et les perspectives de l'entreprise. Il est intéressé à la fois par les avantages pécuniaires et non-pécuniaires liés à l'exploitation de l'activité<sup>12</sup>. Les fonds de capital-risque investissent quant à eux l'argent de tiers et espèrent tirer un avantage pécuniaire de la situation. Placés dans cette situation de conflit d'intérêts, le souci des fonds de capital-risque est triple :

- premièrement, compte tenu du fort niveau de risque que présente un investissement dans une société en phase d'amorçage, les fonds de capital-risque exigent en retour un rendement élevé en cas de succès ; contrairement aux établissements bancaires, ils souhaitent percevoir une quote-part des bénéfices réalisés par la société ; de ce point de vue, les fonds de capital-risque raisonnent comme des actionnaires et non comme des créanciers ;
- deuxièmement, étant donné les risques présentés par les entreprises et l'existence d'une asymétrie d'information entre les entrepreneurs et les fonds de capital-risque, ces derniers peuvent néanmoins souhaiter réduire leur risque de contribution aux pertes en cas d'échec, raisonnant de ce point de vue comme des créanciers ; en contrepartie, ils acceptent de réduire le montant de leurs droits à percevoir une quote-part des bénéfices de la société en cas de succès ;
- troisièmement, les fonds de capital-risque souhaitent exercer certains pouvoirs politiques au sein des sociétés, en particulier lorsque celles-ci n'atteignent pas leurs objectifs. Les fonds de capital-risque veulent pouvoir, le cas échéant, changer l'équipe de direction, provoquer une cession de l'activité, ou même, mettre fin à la société ; de ce point de vue, les fonds de capital-risque peuvent raisonner d'une certaine manière comme des établissements bancaires, lorsque ces derniers imposent des *covenants financiers* dans leurs contrats de prêt, leur permettant d'imposer une restructuration dans les sociétés quand la situation l'exige<sup>13</sup>.

En France, les fonds de capital-risque souscrivent généralement à la fois à des actions ordinaires et à des obligations convertibles en actions ordinaires, afin d'atteindre les trois objectifs ci-dessus :

- les actions ordinaires leur confèrent le droit de percevoir une quote-part des bénéfices et des droits politiques dans les sociétés,
- les obligations convertibles leur permettent de réduire leur risque de contribution aux pertes si la société ne s'avère pas aussi profitable qu'espéré. Les fonds de capital-risque sont alors payés par priorité avant les titulaires d'actions ordinaires ; en cas de succès de la société, la conversion des obligations convertibles en actions ordinaires permet aux fonds de capital-risque de percevoir une quote-part supplémentaire des bénéfices. Cette quote-part est toutefois inférieure à celle à laquelle les fonds auraient eu droit, s'ils avaient investi dès le départ uniquement en actions ordinaires.

Cette combinaison d'investissements en actions ordinaires et en obligations convertibles ne permet cependant pas de répondre complètement aux besoins de la pratique dans l'industrie du capital-risque, telle qu'elle a pu être observée dans les opérations de capital risque aux États-Unis :

- en cas de succès de la société et lorsque sa trésorerie le permet, cette combinaison ne permet pas aux fonds de capital-risque de demander le rachat de leurs actions par la

.....  
 en Australie, l'émission de telles actions (connues sous le nom de « *redeemable shares* » ou à travers le mécanisme de « *redemption of shares* ») est autorisée, respectivement, par le § 6.01(c)(2) du *Revised Model Business Corporation Act* de 2011 et l'article 254 A (3) du *Corporation Act* de 2001. Au Royaume-Uni, ce type d'actions fait l'objet d'une réglementation plus détaillée dans les sections 684 à 689 du *Companies Act* de 2006. Certains pays de tradition civiliste, comme l'Espagne et l'Italie ont également reconnu la possibilité d'émettre des actions de préférence rachetables à l'initiative de l'actionnaire. Sur ces questions, v. R. Mortier, *Les actions rachetables*, Actes pratiques & Ingénierie Sociétaire, Revue Bimestrielle LexisNexis Jurisclasseur, mars-avril 2015, dossier 2, p. 3, spéc. p. 5. Il doit ici être précisé que l'article 92 du *Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas* n'autorise que les sociétés cotées à émettre de telles actions.

11 Le remboursement des investisseurs dans le fonds de capital-risque nécessite la dissolution du fonds d'investissement. Un fonds d'investissement a donc nécessairement une durée de vie limitée.

12 Comme par exemple le bénéfice de jouir du statut social de chef d'entreprise, pouvant conduire l'entrepreneur à vouloir introduire sa société en Bourse, même si une telle opération n'est pas l'option la plus rentable sur le plan financier.

.....  
 13 G. Triantis, *Financial Contract Design in The World of Venture Capital*, University of Chicago Law Review, vol. 68, Winter 2001, p. 6 : « *the financial contracts of banks and venture capitalists are strikingly similar in design, with the notable exception of conversion rights* ». L'auteur relève qu'outre la différence de statut créancier/actionnaire conditionnant le recours à certains types de protection spécifique, la nature des mécanismes retenus est similaire.

société afin de percevoir une quote-part des bénéfices réalisés ; faute de pouvoir faire racheter leurs actions directement par la société<sup>14</sup>, les fonds de capital-risque n'ont pas d'autres choix que de trouver un repreneur ou de faire racheter leur participation par un actionnaire existant ;

- cette combinaison ne permet pas aux fonds de capital-risque de faire évoluer leurs droits politiques dans la société, en fonction du respect ou non de critères de performance par la société qu'ils auront établis<sup>15</sup> ;
- en cas d'échec de la société, cette combinaison ne permet pas aux fonds de capital-risque d'être complètement prioritaires sur le boni de liquidation par rapport aux autres actionnaires ordinaires, étant eux-mêmes, pour partie au moins, des actionnaires ordinaires.

Autoriser les actions de préférence rachetables à l'initiative de l'actionnaire en droit français permettrait de répondre à l'ensemble des objectifs précédemment évoqués, sous réserve d'un aménagement de leur traitement fiscal, sur le modèle de ce qui existe déjà aux États-Unis. Une telle innovation permettrait aux parties dans les opérations de capital-risque de bénéficier d'une plus grande liberté contractuelle au moment de la conclusion des contrats d'investissement, permettant de réduire le coût du capital pour l'entrepreneur. Toute amélioration des droits des fonds de capital-risque devrait en effet se traduire par une baisse de la rémunération exigée.

## 2. Illustration de l'intérêt d'une action de préférence rachetable par l'actionnaire

Afin de bien comprendre l'intérêt pour les fonds de capital-risque de se faire racheter leurs actions par la société en cas de succès de la société, il convient au préalable de revenir sur l'intérêt qu'ont ces derniers à souscrire à des actions de préférence en cas d'échec de cette dernière, en observant ce qui se pratique à l'étranger. Si la fine frontière entre fonds propres et instruments de dette peut être mise en évidence dans ce type d'opération, elle ne pose en réalité pas de difficulté.

**Difficultés de l'entreprise présentant des perspectives d'amélioration** - Lorsque la société ne respecte pas les critères de performance fixés dans les contrats d'investissement mais que la situation peut encore être redressée, le fonds de capital-risque va chercher, de manière assez similaire à un établissement bancaire, à provoquer des changements dans la société (changement de direction, restructuration du bilan, etc.)<sup>16</sup>. À l'étranger, les fonds de capital-risque convertiront dans ce but

leurs actions de préférence en actions ordinaires, afin de s'assurer le contrôle de l'entreprise et ainsi forcer les autres actionnaires à apurer les pertes en premier. De la même manière qu'un instrument de dette, une action de préférence permet ainsi aux fonds de capital-risque de réduire leur exposition au risque en contrepartie d'une plus faible rémunération. Cependant, à la différence d'un instrument de dette, l'action de préférence ne prive pas *de facto* son titulaire de tout droit politique dans la société, ces derniers sont simplement modulables<sup>17</sup>.

**Difficultés de l'entreprise ne présentant pas de perspective d'amélioration** - Lorsque l'activité financée ne respecte pas les critères de performance fixés et que la situation ne peut pas s'améliorer, les fonds de capital-risque auront intérêt à sortir du capital de la société dans les meilleures conditions possibles. En effet, de leur point de vue, une société dont l'activité périclète est un échec, et ce, même si cette dernière ne connaît pas encore de problème de trésorerie. Les fonds de capital-risque acceptent un nombre élevé d'échecs, car ils espèrent dégager des plus-values significatives en cas de succès, ne serait-ce que d'une seule de leurs participations. Ainsi, dès lors que les fonds de capital-risque sont convaincus que la situation de la société ne peut s'améliorer, ils ont intérêt à réduire, si c'est encore possible, leur exposition au risque. Ils pourront par exemple provoquer la liquidation amiable de la société et la cession de l'ensemble de ses actifs dans des conditions permettant de maximiser leur prix<sup>18</sup>. La liquidation amiable provoquée par le fonds d'investissement est une opération économiquement similaire au rachat par la société de ses actions sur sa propre initiative. Dans les deux cas, les actions détenues par le fonds de capital-risque sont annulées en contrepartie d'une somme dont le montant est à définir, soit contractuellement dans le cas d'un rachat directement par la société, soit en fonction du produit de cession des actifs, en cas de liquidation amiable. Les fonds de capital-risque exigent également dans les deux cas d'être payés par priorité par rapport aux actionnaires ordinaires. Dans ce cas de figure, leur droit de priorité sur le boni de liquidation par rapport aux actionnaires ordinaires ne peut s'exercer que sous réserve du respect des droits des créanciers, conformément à l'ordre d'absorption des pertes. De la même manière, comme cela sera expliqué, le principe même du rachat des actions de préférence par la société à l'initiative de l'actionnaire est conditionné à la préservation des droits des créanciers. Interdire les actions de préférence rachetables revient à interdire à un actionnaire de provoquer la liquidation amiable de la société qui, elle, est explicitement autorisée par les textes.

14 En l'état du droit positif, les fonds de capital-risque ne semblent pas pouvoir bénéficier de promesses de rachat de leurs actions par la société, car la validité de telles conventions peut être contestée (elles ne répondraient pas aux conditions de validité strictement définies par les textes, la société devant notamment être à l'initiative exclusive du rachat, ce qui paraît incompatible avec sa position de promettant). De plus, l'obligation de rachat des actions contenue dans un contrat de promesse entre la société et l'actionnaire se révèle plus fragile et donc moins efficace que si elle était contenue dans les statuts de la société.

15 Néanmoins un résultat quasi-similaire peut être atteint à la condition que tous les autres actionnaires soient titulaires d'actions de préférence ayant des droits politiques dans la société qui varient en fonction de certains critères de performance.

16 V. également G. Triantis, *op. cit.*, p. 7. Pour cela, les établissements bancaires auront pu négocier l'insertion de *covenants* financiers dans la documentation de prêt souscrit par les sociétés de taille importante. Ces *covenants* financiers leur permettent d'accélérer si nécessaire le changement de contrôle dans la société, *via* la conversion de la dette en actions.

Dans les sociétés de petite taille, pour lesquelles, il n'existe pas de marché pour leur contrôle, ce type de dispositions est plus rare, les établissements bancaires ne souhaitant pas eux-mêmes prendre le contrôle.

17 Sur ce point, v. D. J., Cummings, *Contracts and Exits in Venture Capital Finance*, AFA 2003 Washington, DC Meetings ; The Review of Financial Studies, vol. 21, Issue 5, pp. 1947-1982, 2008, disponible sur : <http://ssrn.com/abstract=302695>.

18 La liquidation amiable anticipée de la société, à un stade où les actionnaires de préférence peuvent encore espérer retirer tout ou partie de ce à quoi ils ont droit, est préférable à l'ouverture d'une procédure collective. En effet, les coûts directs et indirects, liés à l'ouverture et au déroulement d'une procédure collective phagocytent les sommes dues aux actionnaires de préférence et rendent ainsi inefficace le droit de priorité que l'actionnaire de préférence peut exercer sur l'actionnaire ordinaire. Jusqu'à présent, le droit du travail en France a rendu difficile l'organisation de liquidations amiables de sociétés, le coût des licenciements nécessitant souvent l'ouverture d'une procédure collective. La modification attendue du droit du travail devrait de ce point de vue changer les choses en faveur des entreprises appartenant au secteur des nouvelles technologies.

### Succès de l'entreprise et rachat par la société de ses actions -

La durée de vie limitée du fonds de capital-risque oblige les parties à envisager dès le départ les conditions de son retrait du capital de la société. Lorsque cette dernière réalise des profits substantiels, le rachat des actions du fonds de capital-risque par la société elle-même peut être une option. Offrir cette faculté aux fonds de capital-risque permet d'accroître la liquidité de leur participation et donc de réduire le coût du capital exigé par les apporteurs de capitaux externes. À l'inverse, si le rachat des actions par l'entreprise nuit à la poursuite de l'activité de la société et qu'il existe un risque qu'elle ne puisse rembourser à terme ses dettes, le rachat d'actions ne doit pas avoir lieu. Si le fonds de capital-risque demande le rachat de ses actions alors qu'il existe une incertitude sur la capacité de la société à rembourser ses créanciers, il doit être possible de faire obstacle à un tel rachat, sans pour autant interdire, par principe, à l'actionnaire d'être à l'initiative du rachat.

## II. La nécessaire protection des droits des créanciers par d'autres moyens que l'interdiction pure et simple

**Légitimité de la protection des droits des créanciers** - Comme cela a été évoqué, contrairement aux actionnaires, les créanciers ne s'engagent pas à contribuer aux pertes de la société. Ces derniers doivent par conséquent être remboursés à hauteur du montant de leurs créances respectives, avant les actionnaires si l'activité de l'entreprise venait à se révéler non-viable. Les créanciers, entendus dans leur globalité, qu'ils soient *seniors*, *juniors* ou chirographaires, ne doivent pas subir les conséquences financières directement liées à un rachat d'actions de préférence. Dans le cas contraire, si le rachat des actions de préférence devait conduire à ne pas pouvoir rembourser intégralement les créanciers, les actionnaires de préférence n'auraient en effet pas contribué aux pertes, mais se seraient au contraire enrichis au détriment des créanciers.

**Absence de fondement à la protection offerte aux créanciers par le droit des sociétés** - Aujourd'hui, les principaux dispositifs disponibles pour assurer la protection des droits des créanciers en cas de rachat d'actions tendent à s'assurer que l'opération de rachat ne conduira pas à réduire le capital social. Il convient ainsi de souligner que la société qui rachète ses titres doit financer ce rachat au moyen de sommes « *distribuables* » ou du produit d'une nouvelle émission de titres de capital effectuée en vue de ce rachat, et constituer une réserve, qui ne peut être distribuée aux actionnaires sauf en cas de réduction du capital souscrit<sup>19</sup>. Le choix de réserver l'initiative exclusive du rachat d'actions à la seule société participe également de cette volonté du législateur de préserver les droits des créanciers. Il convient toutefois de constater que d'un point de vue économique, au regard de l'ordre d'absorption des pertes initialement convenu entre les parties lors de l'émission des actions de préférence et qui devrait être le seul à prévaloir, l'interdiction faite à l'actionnaire de préférence d'être à l'initiative de son rachat s'avère excessive. Le souci des pouvoirs publics de protéger les créanciers étant néanmoins légitime, il est nécessaire de démontrer que le recours à d'autres mécanismes permettrait de respecter à la

fois les droits des créanciers de la société et les droits de ses actionnaires de préférence. Cette protection peut être assurée quand la demande de rachat émane de l'actionnaire comme de la société.

**Protection des droits des créanciers par le droit des procédures collectives** - Premièrement, il est possible d'apporter certaines améliorations au droit des procédures collectives, en étendant notamment le champ des nullités de la période suspecte<sup>20</sup>. Ce mécanisme n'offre actuellement pas une protection adéquate aux créanciers victimes du non-respect de leurs droits à l'occasion d'une opération de rachat d'actions de préférence sollicitée par les actionnaires. Une telle opération ne peut en effet pas être contestée par les créanciers victimes sur le fondement des articles L. 632-1 et L. 632-2 du Code de commerce, qui visent uniquement des opérations limitativement énumérées, dont le rachat d'actions de préférence ne fait pas partie. Il devrait donc être envisagé de modifier le mécanisme actuel des nullités de la période suspecte pour que tout décaissement réalisé au profit d'actionnaires (que ce soit sous la forme d'un versement de dividende ou d'un rachat d'actions), ayant pour effet de porter atteinte aux droits des créanciers, puisse être contesté par ces derniers afin d'être annulé. Il serait ici possible de s'inspirer des dispositions du droit américain des faillites et plus particulièrement des règles relatives à la doctrine des « *fraudulent conveyances* »<sup>21</sup>. En adoptant une telle approche, faisant prévaloir la substance sur la forme<sup>22</sup>, il serait envisageable qu'un créancier dont les droits ne seraient pas respectés ait la possibilité de faire annuler une décision de l'organe de direction ayant approuvé un tel rachat et de récupérer les sommes versées, directement auprès de l'actionnaire de préférence dont les actions ont été indûment remboursées<sup>23</sup>. Cet instrument de protection « *ex post* » pouvant se révéler, à lui seul, insuffisant pour atteindre l'objectif affiché de protection des droits des créanciers, il est proposé de le doubler avec un instrument de protection « *ex ante* ».

**Protection des droits des créanciers par la mise en œuvre de la responsabilité personnelle des dirigeants** - Deuxièmement, il pourrait être envisagé de conditionner l'opération de rachat d'actions de préférence à la présentation par le dirigeant de la société financée d'un « *certificat de solvabilité* » de l'entreprise, présentant les risques de l'opération et ses consé-

19 Articles L. 228-12, III<sup>o</sup>, 1 et 2 du Code de commerce. V. également l'article L. 228-12-1 du Code de commerce sur la réduction de capital et le droit d'opposition des créanciers.

20 La période suspecte est le délai qui s'étend de la date de cessation des paiements du débiteur jusqu'à la date du jugement d'ouverture d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire. Conformément aux dispositions de l'article L. 631-1 alinéa 1<sup>er</sup> du Code de commerce, la date de cessation des paiements est la date à laquelle un débiteur est « *dans l'impossibilité de faire face à son passif exigible avec son actif disponible* ».

21 Voir les dispositions 11 U.S.C. § 544 et 11 U.S.C. § 548 et les explications fournies par D. Baird, *Elements of Bankruptcy*, 2014, 6<sup>th</sup> Edition, Foundation Press, p. 140 and f.

22 D. Baird, *op. cit.*, p. 140, l'auteur y écrit : « *Fraudulent conveyance doctrine encompasses actions that are fraudulent at common law, but its reach is much broader. It is a flexible principle that looks to substance, rather than form, and protects creditors from any transactions the debtor engages in that have the effect of impairing their rights, while ensuring that the debtor can continue to do business and assuring third parties that transactions done with the debtor at arm's length will not be second guessed* ».

23 Il a été jugé que les rachats d'actions tombaient bel et bien dans le champ d'application de ces textes : *In re Roco Corp.*, 701 F. 2d 978, 982-83 (1st Cir. 1983) ; *In re Joshua Slocum Ltd* 103 B.R. 610 (Bankr. E.D. Pa. 1989), *In Re Joshua Slocum Ltd.*, 121 B.R. 442 (E.D. Pa. 1989). Voir les explications données par A. Engert, *Life Without Legal Capital : Lessons from American Law*, janvier 2006, p. 26, spéc. p. 28, disponible sur : [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=882842](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=882842).

quences sur la liquidité et la solvabilité de cette dernière<sup>24</sup>. Même si le droit français des entreprises en difficulté ne conditionne pas l'ouverture d'une procédure collective au constat d'une crise de *liquidités* ou d'un état d'*insolvabilité*<sup>25</sup>, le recours obligatoire à un tel document se révélerait particulièrement intéressant dans une optique de protection des droits des créanciers, et ce, à deux égards. Dans un premier temps, l'obligation de fournir un tel document à l'assemblée générale de la société préalablement au rachat aurait un effet incitatif, *ex ante*, sur l'organe de direction, qui serait réticent à se prononcer en faveur d'une demande de rachat qui conduirait la société à un état d'insolvabilité. Il permettrait également, dans un second temps, d'engager efficacement, *ex post*, la responsabilité personnelle des dirigeants acceptant de procéder à un rachat, tout en sachant que l'opération portera atteinte aux droits des créanciers de l'entreprise. En l'état actuel du droit français, il serait en effet nécessaire de pouvoir envisager une protection des droits des créanciers qui ne reposerait pas uniquement sur des mécanismes du droit des procédures collectives. Un tel « *certificat de solvabilité* » favoriserait ainsi le respect des droits des créanciers. Il peut de plus être relevé que cet instrument de protection figure déjà dans l'article 25 de la directive européenne 2012/30/UE du Parlement européen et du Conseil du 25 octobre 2012<sup>26</sup> afin d'autoriser certaines opérations relevant de l'assistance financière. Ce texte dispose notamment que « *Lorsque les États membres permettent à une société, directement ou indirectement, d'avancer des fonds, d'accorder des prêts ou de donner des sûretés en vue de l'acquisition de ses actions par un tiers, [...] L'organe d'administration ou de direction remet à l'assemblée générale un rapport écrit indiquant : les motifs de l'opération ; l'intérêt qu'elle présente pour la société ; les conditions auxquelles elle s'effectue ; les risques qu'elle comporte pour la liquidité et la solvabilité de la société ; et le prix auquel le tiers est censé acquérir les actions* » (soulignement ajouté). Outre les arguments d'ordre juridique, il convient de rappeler que dans les opérations de capital-risque, le dirigeant, détenteur des actions ordinaires, n'a aucun intérêt à accepter le rachat d'actions de préférence demandé par le fonds de capital-risque, si ce rachat est de nature à mettre en péril la société. En sa qualité d'actionnaire ordinaire, il subirait nécessairement les conséquences néfastes d'un tel rachat.

**Conclusion - Qualification des actions de préférence rachetables** - Au terme de ce qui précède, un constat s'impose. La France a un cruel besoin d'une industrie du capital-risque dynamique et ouverte. Cette industrie a besoin des actions de préférence rachetables pour prospérer selon des modèles d'affaires ayant fait leurs preuves dans le monde entier. Bien que le souci du Gouvernement français de préserver les droits des créanciers soit légitime, l'interdiction du rachat d'actions à l'initiative de l'actionnaire nous semble excessive. Une

adaptation du droit français des entreprises en difficulté, et plus particulièrement de l'actuel régime des nullités de la période suspecte, ainsi que la mise en œuvre de la responsabilité personnelle des dirigeants acceptant des demandes de rachat abusives constitueraient une alternative plus équilibrée. Ces adaptations apporteraient des garanties suffisantes permettant d'envisager l'introduction en droit français des actions de préférence rachetables à l'initiative de l'actionnaire. Une telle réforme serait bienvenue en ce qu'elle mettrait fin à l'« *exception française* » et permettrait de réduire le coût du capital des entrepreneurs à la recherche de financement.

Il est certain qu'admettre le caractère rachetable des actions de préférence à l'initiative de l'actionnaire atténue la distinction entre fonds propres et instruments de dette. Cette problématique semble cependant davantage devoir préoccuper l'administration fiscale (amenée à déterminer les conditions dans lesquelles la rémunération accordée aux investisseurs peut être déductible) ou les commissaires aux comptes de la société (amenés à traduire la réalité des instruments financiers dans les comptes de la société). En tout état de cause, la qualification de fonds propres ou d'instruments de dette dépend des caractéristiques propres aux actions de préférence qui sont extrêmement variables, ces dernières pouvant être utilisées dans le cadre d'une opération de capital-risque, par des sociétés cotées ou encore par des établissements financiers pour des questions réglementaires. Contrairement à ce qui a pu être précédemment avancé par le Gouvernement, une action de préférence, serait-elle rachetable à l'initiative de l'actionnaire, n'est pas nécessairement un instrument de dette. ■

24 Le droit anglais impose un certificat similaire dans certains cas de rachat. V. notamment les articles 709 et suivants du *Companies Act 2006* et particulièrement l'article 714.

25 Sur la distinction de ces notions, v. not. F. Pérochon, *Entreprises en difficulté*, LGDJ, Lextenso Editions, 10<sup>e</sup> éd., pp. 172 et s., spéc. p. 178, n°359 et s.

26 Directive européenne 2012/30/UE du Parlement européen et du Conseil du 25 octobre 2012 tendant à coordonner, pour les rendre équivalentes, les garanties qui sont exigées dans les États membres des sociétés au sens de l'article 54, deuxième alinéa, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, en vue de la protection des intérêts tant des associés que des tiers, en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital, JOUE, L. 177/25 du 7 juillet 2012.