

Actes Pratiques

& INGÉNIERIE SOCIÉTAIRE

CONSEILLER ÉDITORIAL : Pr. Jean-Jacques DAIGRE
RÉDACTEUR EN CHEF : Hervé BRILLON

Bimestriel
N° 80 - MARS-AVRIL 2005

Valeurs mobilières composées

Les valeurs mobilières composées peuvent être définies comme des valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres représentant une quotité de capital ou à celle de titres de créances, ce qui comprend tant les obligations convertibles en actions, les obligations avec bons de souscription à des obligations que les bons autonomes de souscription d'actions ou d'obligations. Ces illustrations n'épuisent pas la catégorie des valeurs mobilières composées qui se caractérise par sa diversité qui est d'autant plus grande qu'elle s'est enrichie au cours de son évolution qui s'est étalée sur une période d'une cinquantaine d'années. (page 5).



Thierry BONNEAU
Agrégé des Facultés de droit
Professeur à l'université
Panthéon-Assas



Marika ANDRÉATOS
Avocat à la Cour
Cabinet Kramer Levin Naftalis
& Frankel LLP

Idée nouvelle

La conversion des actions de préférence en cas de cession : formule pour les « liquidation preferences »

par Françoise MONOD,
Master of Laws Harvard, Avocat Associé PDGB
et Roy ARAKELIAN,
Docteur en droit, Avocat Associé PDGB (page 3)

Le point sur

La restructuration des coopératives agricoles

par Patricia HIRSCH (page 20)

2 La conversion des actions de préférence en cas de cession : formule pour les « liquidation preferences »

Par Françoise MONOD,
Master of Laws Harvard,
Avocat Associé PDBG

et Roy ARAKELIAN,
Docteur en droit,
Avocat Associé PDGB

La nouvelle ordonnance n° 2004-604 en date du 24 juin 2004 (JO 26 juin 2004) complétée par le décret n° 2005-112 du 10 février 2005 (JO 12 févr. 2005) traite notamment de la création des actions de préférence.

Actions préférentielles, actions privilégiées, actions de catégorie étaient les termes les plus souvent utilisés par la pratique alors que le Code de commerce dans son article L. 228-11 utilisait le terme d'actions « de priorité ». La terminologie désormais retenue par l'article L. 228-11 nouveau du même code est « actions de préférence » par opposition aux actions ordinaires, et ce en conformité avec les pratiques internationales notamment aux États-Unis où elles sont appelées « Preferred shares » ou « Preferred stock ».

Outre cette appellation unique, des droits nouveaux peuvent être attachés à ces nouvelles actions de préférence. Parmi ceux-ci figure la possibilité de les convertir en actions ordinaires et celle de leur donner une parité différente en cas de fusion et d'absorption de la société émettrice. L'utilisation de l'une ou l'autre de ces possibilités dans les opérations de capital-risque ou de capital-investissement est particulièrement intéressante car elle permet de trouver une solution en droit français à ce que les Américains appellent « Liquidation Preferences », c'est-à-dire notamment la répartition inégalitaire du prix de cession à l'occasion du transfert de 100 % des actions de la société dans laquelle les investisseurs détiennent une participation le plus souvent minoritaire. Dans un tel cas les investisseurs reçoivent un pourcentage du prix de cession des actions plus élevé que le pourcentage du capital qu'ils détiennent. C'est une pratique classique aux États-Unis dans les opérations de financement en fonds propres dans des sociétés non cotées (appelées « private equity »).

Depuis l'adoption des nouveaux textes cités ci-dessus, il semble possible d'apporter deux fondements juridiques à la répartition inégalitaire du prix de cession entre les investisseurs titulaires d'actions de préférence et les autres actionnaires notamment les fondateurs et les dirigeants, titulaires d'actions ordinaires.

Le premier de ces fondements est celui de la conversion des actions de préférence préalable à la cession en un plus grand nombre d'actions ordinaires. Dans ce cas toutes les actions sont vendues au même prix mais les actionnaires reçoivent un pourcentage du prix de cession plus

élevé que celui qui correspondrait au pourcentage du capital détenu sous forme d'actions de préférence.

En effet les nouvelles dispositions du Code de commerce modifiées par l'ordonnance permettent la conversion des actions de préférence. L'article L. 228-14 du Code de commerce précise que « les actions de préférence peuvent être converties en actions ordinaires ou en actions de préférence d'une autre catégorie ».

Rien ne semble interdire la conversion des actions de préférence en un plus grand nombre d'actions ordinaires à l'image des « Preferred Convertible Shares » américaines.

L'article L. 228-12 alinéa 1 du Code de commerce précise que les modalités de conversion des actions de préférence peuvent être fixées dans les statuts. Cet article précise également que l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires est seule compétente pour décider la conversion des actions de préférence, et ce au vu d'un rapport spécial des commissaires aux comptes. Ainsi, les modalités de conversion sont soit fixées lors de la création des actions de préférence et figurent à ce titre dans les statuts, soit décidée ultérieurement par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires.

Dans tous les cas, conformément à l'article L. 225-132 du même code la décision relative à la conversion des actions de préférence emporte renonciation des autres actionnaires au droit préférentiel de souscription pour les actions issues de la conversion.

La question qui se pose pour la conversion des actions de préférence en un plus grand nombre d'actions ordinaires concerne la libération du prix de souscription de ces actions qui sera la valeur nominale ou le pair selon le cas.

On peut considérer que cette libération peut être effectuée par un prélèvement sur des réserves, soit sur la prime de souscription d'origine, soit sur d'autres réserves (avis du Comité Juridique de l'Association française des investisseurs en capital, AFIC, de février-mars 2005).

Il faudra donc prévoir lors de l'émission des actions de préférence, la fixation des modalités de conversion, soit un nombre fixé d'avance qui reflète l'écart de valeur entre une action ordinaire et une action de préférence, soit selon une formule, et également la libération de prix de souscription des actions ordinaires nouvelles. Cette solution nécessite de prévoir par exemple le

« Depuis la réforme des valeurs mobilières, des droits nouveaux peuvent être attachés aux actions de préférence, parmi ceux-ci figure la possibilité de les convertir en actions ordinaires et celle de leur donner une parité différente en cas de fusion et d'absorption de la société émettrice. »

blocage de la prime d'émission (à hauteur du maximum de la conversion) dans les comptes de la société jusqu'à la conversion effective des actions de préférence.

Le deuxième fondement à cette répartition inégalitaire du prix de cession peut se trouver en raisonnant par analogie avec les dispositions nouvelles applicables en cas de fusion et qui reconnaissent que les actions de préférence peuvent valoir plus cher que les actions ordinaires.

En effet l'article L. 228-17 du Code de commerce précise qu'« *en cas de fusion ou de scission, les actions de préférence peuvent être échangées contre des actions des sociétés bénéficiaires du transfert de patrimoine comportant des droits particuliers équivalents, ou selon une parité d'échange spécifique tenant compte des droits particuliers abandonnés* ».

Ces dispositions applicables à la fusion répondent d'ailleurs à un autre objectif recherché par les investisseurs d'obtenir une parité plus favorable en cas de fusion ou de scission que celle accordée aux actions ordinaires, ce qui est un autre aspect des « Liquidation preferences » de type américain. **La loi reconnaît de ce fait que les actions de préférence valent plus cher que**

les actions ordinaires puisqu'elles ont des droits particuliers. Cela justifie aussi une partie de la prime d'émission qui n'aurait pas lieu d'être s'il s'agissait de l'émission d'actions ordinaires.

Par analogie avec ces dispositions on peut considérer que les actions de préférence doivent également avoir un prix de cession plus élevé que les actions ordinaires et que la répartition inégalitaire du prix de cession se fera sur ce fondement. On pourra prévoir dans le pacte d'actionnaires la différence de prix qui existe entre les actions de préférence et les actions ordinaires ce qui justifiera une différence de valeur de chacune des catégories d'actions et entraînera automatiquement une répartition inégalitaire du prix de cession. Encore faut-il que les actions de préférence soient cédées avec les droits particuliers qui leur sont attachés ce qui semble exclure les cas où les actions de préférence seraient émises dans le cas d'une procédure d'avantages particuliers.

Les investisseurs semblent ainsi avoir désormais le choix entre deux formules permettant une répartition inégalitaire du prix de cession en cas de cession de la totalité des actions constituant le capital d'une société.