

Développement des *private investments* *in public equity* sur le marché boursier français : analyse des perspectives ouvertes par la réforme du régime des valeurs mobilières *



BENJAMIN KANOVITCH
Avocat à la Cour
Cabinet Bredin Prat



DIDIER MARTIN
Avocat à la Cour associé
Cabinet Bredin Prat



YVES RUTSCHMANN
Avocat à la Cour associé
Avocat au Barreau de New York
Cabinet Bredin Prat

Les opérations de private investments in public equity (ou PIPEs) constituent de nouvelles formes d'opérations de capital-investissement. La récente réforme des valeurs mobilières qui vise notamment à favoriser une libéralisation de leur régime pourrait inciter les praticiens à mettre plus souvent en oeuvre ce type d'opérations.

Le capital-investissement (ou *private equity*) se définit traditionnellement comme un métier d'investissement en fonds propres dans les sociétés non cotées¹. Il arrive néanmoins que les fonds de *private equity* investissent dans des sociétés cotées. Leur objectif est généralement un retrait de la cote à court terme, ce qui permet au nouvel actionnaire de contrôle de développer sa stratégie pour la société cible et d'optimiser la structure financière de l'opération². Toutefois, l'introduction en bourse de la cible est fréquemment une modalité de liquidité à terme pour les investisseurs.

Depuis les années 1990, aux États-Unis et plus récemment en France, se sont développées de nouvelles formes d'opérations de capital-investissement, les opéra-

tions de *private investments in public equity* (ou PIPEs). Un PIPE se définit comme un investissement sous forme de placement privé de titres de capital ou donnant accès au capital d'une société cotée, réservé à un ou plusieurs investisseurs institutionnels ou fonds d'investissement³. Ces opérations se situent à la frontière entre le placement privé (*private placement*) et l'offre au public (*public offering*). Les valeurs mobilières souscrites par les investisseurs (ou les sous-jacents) pourront en effet être librement cédées sur le marché, immédiatement ou à terme⁴. Du point de vue d'un émetteur, le PIPE permet de renforcer ses fonds propres dans des délais rapides et à un coût financier et humain réduit par rapport à une opération de marché, notamment lorsque les conditions de marché sont

* Cf article paru dans Banque Magazine 665 (janvier 2005) par les mêmes auteurs.

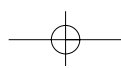
1 Mondher Chérif, Ingénierie Financière & Private Equity, Ed. Revue Banque, p. 27. François-Denis Poitral, Le capital-investissement, guide juridique et fiscal, Editions de la Revue Banque, 2^e éd., p. 21.

2 Parmi les opérations de LBO sur sociétés cotées, on citera notamment la prise de contrôle de Vivarte par PAI partners en 2004, de Legrand par le consortium KKR-Wendel, de Labeyrie par Industri Kapital 2000 en 2002, de Marc Orian par CLAM Private Equity en 2001, et De Dietrich par ABN AMRO Capital Investissement France en 2000.

3 Stanley Keller, Basic Securities Act Concepts Revisited, INSIGHTS, May 1995 ; Pascal Quiry et Yann Le Fur, La lettre Vernimmen.net, n°

31, Septembre 2004, Qu'est ce qu'un PIPE ?

4 John C. Coffee, Jr., Re-Engineering Corporate Disclosure : The Coming Debate Over Company Registration, 52 WASH. & LEE L. REV. 1143, 1148 n.16 (1995). Ce type d'opération avait d'ailleurs fait l'objet d'une mention spécifique dans le rapport du groupe de travail sur les nouvelles formes d'augmentation de capital (Bulletin mensuel de la COB, septembre 2002, p. 103) : « *Le PIPE consiste en une augmentation de capital réservée à un ou plusieurs investisseurs qualifiés, suivie d'une revente des titres dans le marché public secondaire après établissement et enregistrement d'un prospectus auprès de la SEC* ».



peu favorables⁵. En contrepartie, il est fréquent que ces opérations soient réalisées sur la base d'une décote sur le cours de bourse et de termes et conditions globalement favorables aux investisseurs.

Bien qu'il offre une alternative aux modes de financement traditionnels, le PIPE reste moins utilisé en Europe qu'aux États-Unis. Certains commentateurs américains l'expliquent par la rigidité du droit des sociétés en Europe⁶. Ce commentaire est probablement excessif. Toutefois, la récente réforme des valeurs mobilières qui vise, notamment, à favoriser une « libéralisation du régime des valeurs mobilières »⁷ pourrait inciter les praticiens à mettre en œuvre ce type d'opération⁸. En effet, dans un souci de simplification du droit des sociétés⁹, l'ordonnance du 24 juin 2004 (Ordonnance)¹⁰ modifie profondément le régime des valeurs mobilières. En effet, l'Ordonnance assouplit et unifie le régime des valeurs mobilières complexes ou composées. Ensuite, elle introduit en droit français les actions de préférence, inspirées des *preferred shares* américaines, ce qui constitue probablement l'« innovation la plus importante instituée par ce texte »¹¹. Les émetteurs auront ainsi la possibilité d'émettre des actions « avec ou sans droit de vote, assorties de droits particuliers de toute nature, à titre temporaire ou permanent »¹². Il s'agit bien d'une consécration de principe de la liberté contractuelle « tant en ce qui concerne les droits de vote que les droits pécuniaires »¹³.

Ce nouveau régime devrait en principe favoriser la réalisation de PIPEs par les sociétés françaises. Toutefois, en l'absence de travaux parlementaires, il reviendra au pouvoir réglementaire de préciser la portée de certaines dispositions législatives à l'occasion de l'adoption du décret d'application ou par voie de réponses ministérielles. Plus généralement, il est à craindre qu'une interprétation doctri-

nale parfois trop restrictive des dispositions les plus novatrices, notamment celles concernant les actions de préférence, constituent un frein à la créativité des praticiens.

Afin de mieux cerner les implications juridiques des opérations de PIPE, il convient d'étudier à la fois les contraintes juridiques traditionnelles (I) auxquelles ces opérations sont soumises et les possibilités de structurer ces opérations sous forme d'actions de préférence ou de valeurs mobilières composées (II), à la suite de la réforme récente du régime des valeurs mobilières.

I. La mise en œuvre des PIPEs à l'aune des contraintes juridiques traditionnelles

L'étude de la pratique des PIPEs aux États-Unis, puis en France, (A) permettra de mieux comprendre les principales contraintes juridiques applicables aux investissements privés dans les sociétés cotées françaises (B).

A. Pratique des PIPEs aux États-Unis et en France : des opérations stratégiques « sur-mesure »¹⁴

1. Un marché américain à maturité

*Intérêt croissant des investisseurs et émetteurs*¹⁵

Le montant global des opérations de PIPEs réalisées aux États-Unis depuis 1995 est estimé à près de 100 milliards de dollars¹⁶. L'année 2000 a été la plus importante en volume avec près de 25 milliards de dollars. Après une

5 Pascal Quiry et Yann Le Fur, article précité note 3.

6 Barbara A. Jones, Matthew H. Hurlock, Pamela R. Henry, Structuring PIPE Transactions in Key European Jurisdictions, 37, Int'l Law. 23, Spring 2003.

7 Rapport au président de la république relatif à l'Ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale. « Ainsi, des règles générales sont instituées qui permettront aux acteurs économiques de créer les titres dont ils ont besoin, tout en disposant d'une sécurité juridique quant à leur régime ».

8 Sur ce point, le Professeur Viandier indique d'ailleurs que « les investisseurs en capital-risque ne peuvent qu'apprécier les nouvelles souplesses » issues de l'Ordonnance (Alain Viandier, Les actions de préférence, JCP E, 30 septembre 2004, n° 40, p. 1528. Il était en effet généralement admis que le domaine du financement des entreprises constituait « une dernière source de rigidité » de la « société anonyme classique » (Michel Germain, L'ordonnance du 24 juin 2004 : réforme ou révolution ? Dr. Sociétés 2004, août-septembre 2004, p. 3). Sur le rôle de la pratique des affaires voir Nicolas Molfessis, Les pratiques juridiques, source du droit des affaires, Les Petites Affiches n° 237 du 27 novembre 2003, p. 4 : « En même temps qu'ils profitent de zones de liberté conférées par le droit étatique, les praticiens créent ».

9 Nicolas Molfessis, Simplification du droit et déclin de la loi, RTD civ. 2004, p. 155 : « la simplification du droit [...] est désormais érigée en un objectif de toute activité normative ». N. Molfessis, note par ailleurs que « [C]est d'ailleurs du sceau de l'objectif de valeur constitutionnelle d'accessibilité et d'intelligibilité de la loi que le Conseil constitutionnel a marqué l'objectif de simplification du droit ».

10 Ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale prise sur le fondement de la loi d'habilitation n° 2003-591. Voir notamment, Alain Couret et Hervé Le Nabasque, Valeurs Mobilières et Augmentation de capital. Nouveau régime des ordonnances des 25 mars

et 24 juin 2004, Ed. Francis Lefebvre (2004) ; Alain Couret, Hervé Le Nabasque, BRDA 14/04 (première partie) et 15-16/04 (deuxième partie) ; Thierry Bonneau : Dr. Sociétés, août-septembre 2004, Commentaires p. 6, 22, 24 et 25 ; Michel Germain, JCP G, n° 38, p. 1566 et article précité note 8 ; « Le nouveau droit des valeurs mobilières après la réforme du 24 juin 2004 », compte-rendu du colloque organisé par le Magistère de juristes d'affaires de l'Université de Paris II, Droit & Patrimoine, octobre 2004, p.79 ; Elizabeth Grimaux, « Entre innovation et sécurité juridique : l'ordonnance du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières », Lamy droit du financement, octobre 2004 ; Répertoire Dalloz, Droit des sociétés, Cahiers de l'actualité, juillet 2004 ; Jacques Mestre, « La réforme des valeurs mobilières », Lamy Sociétés Commerciales, N°174, Décembre 2004. Dans les documents ayant inspiré cette réforme, on citera notamment le rapport de l'Afep, de l'Ansa et du MEDEF intitulé « Pour un droit moderne des sociétés » (octobre 2003), le « Livre Blanc » du Comité de Droit Financier Paris Europlace (décembre 2003) ainsi que le rapport du Medef concernant les actions de préférence, Les actions de préférence : Propositions du Medef pour une modernisation du droit des valeurs mobilières, mai 2001.

11 Hubert de Vauplane, Banque Magazine, n° 660, juillet-août 2004, p. 74.

12 Article L. 228-11 du Code de commerce.

13 Thierry Bonneau, article précité note 10.

14 L'expression est empruntée à MM. Couret et Le Nabasque (ouvrage précité note 10, p. 252) qui observent que les valeurs mobilières composées ont « permis le développement un sur-mesure financier particulièrement apprécié des entreprises ».

15 Pour une présentation générale de la pratique des PIPEs aux États-Unis, se référer à l'ouvrage collectif publié par Steven Dresner, E. Kurt Kim, « PIPEs : a guide to private investments in public equity », Bloomberg Press (2003), notamment le chapitre 1er (Overview : An Emerging Market par Richard E. Gormley et David W. Stadinski, SG Cowen Securities Corporation) et le Chapitre 5 (The law : legal and regulatory framework par James Tanenbaum et Anna Pinedo, Morrison & Foerster, LLP).

16 www.privaterease.com.

diminution significative lors de l'année 2001 due à la crise des valeurs technologiques, les statistiques des opérations sur les années 2002 et 2003 ont signalé une reprise de l'activité (plus de 1000 opérations pour un montant global de 16,6 milliards de dollars pour 2002 et plus de 1300 opérations pour un montant global de 18,9 milliards de dollars pour 2003)¹⁷. La taille moyenne d'un PIPE en 2003 était de 14 millions de dollars. Cependant, le nombre de sociétés importantes (capitalisation boursière de plus d'un milliard de dollars) ayant réalisé un PIPE dans l'année est en constante augmentation. À l'origine, ces opérations portaient principalement sur des sociétés de technologie. Les investisseurs s'intéressent désormais à l'ensemble des secteurs, y compris les plus traditionnels. Les émetteurs ont ainsi trouvé une alternative au marché boursier secondaire qui leur donne accès à une base d'investisseurs discrets, prêts à réaliser des opérations dans des délais parfois très réduits (sans que le management ait à participer à un « *road show* ») et dont le coût est souvent inférieur à celui des commissions réclamées par les *underwriters* dans le cadre des opérations de marché¹⁸. En outre, pour certaines sociétés de petite taille, en difficulté ou en transition, l'appel au marché boursier est simplement inenvisageable malgré leur statut de société cotée. Par nécessité ou par choix, un nombre croissant de sociétés cotées américaines ont donc recours à des opérations de placement privé pour obtenir les fonds propres dont elles ont besoin¹⁹.

Les risques pris par les investisseurs dans le cadre d'une opération de PIPE sont très différents de ceux pris habituellement dans le cadre d'opérations plus classiques de *private equity*²⁰. Généralement, ces dernières supposent que le nouvel actionnaire modifie de façon significative la stratégie, la taille et/ou le fonctionnement de l'activité de la cible. Or, un PIPE est souvent un investissement minoritaire dans une société cotée. Aussi, l'impact des investisseurs sur la définition de la stratégie de la société par ses dirigeants sera en principe limité. La pratique a toutefois développé un certain nombre d'outils permettant aux investisseurs d'être intégrés à la prise de décision au sein de la société (par exemple, représentation dans les organes de gestion, droit de veto, droit à l'information)²¹. On observe, par ailleurs, une certaine uniformisation de ces accords conclus avec la société et/ou ses actionnaires

minoritaires, ceux-ci devant être rendus publics en vertu de la réglementation boursière américaine²².

« Toxic PIPEs »

Le développement des PIPEs aux États-Unis a toutefois été accompagné de certaines critiques de la part de l'autorité boursière américaine (SEC) et des petits porteurs. La SEC a récemment annoncé qu'elle allait débiter une enquête sur une vingtaine d'opérations soupçonnées d'avoir donné lieu à des délits d'initié de la part de fonds spéculatifs (*hedge funds*)²³. Sans préjuger du résultat de ces enquêtes, certains commentateurs notent qu'à mesure que les opérations de PIPEs sont devenues plus populaires, elles ont attiré des investisseurs et intermédiaires de moindre réputation²⁴. Certains types de PIPEs ont été considérés comme « *toxiques* » (*toxic PIPEs*) tant pour l'émetteur que pour ses actionnaires. En effet, les investisseurs souscrivent les titres sur la base d'une décote parfois trop importante sur le cours de bourse, ce qui a souvent pour effet de tirer à la baisse le cours, au moins à court terme. Ce mouvement baissier est parfois accentué par les investisseurs eux-mêmes qui, pour se couvrir du risque sur l'opération, vendent à découvert (*short sale*) les actions de l'émetteur²⁵. En outre, il n'est pas rare que les titres souscrits par les investisseurs incluent une « *guaranteed reset provision* » (ratio de conversion révisable) qui modifie le ratio de conversion des titres convertibles en actions ordinaires (généralement, *convertible preferred shares* ou *convertible bonds*) souscrits par les investisseurs pour tenir compte de la baisse du cours de l'action ordinaire après réalisation du PIPE. La mise en œuvre d'une telle clause a pour effet un accroissement massif de la dilution engendrée par le PIPE pour les actionnaires existants, ce qui provoquera à son tour une diminution du cours de bourse. Ce cercle vicieux dénoncé par les petits porteurs et la presse financière est souvent qualifié de « *death spiral* » (spirale mortelle)²⁶.

Toutefois, les commentateurs notent que cette spéculation excessive n'a pas remis en cause le développement du marché des PIPEs aux États-Unis et ce grâce à l'influence positive des émetteurs et investisseurs de premier plan. Récemment, les PIPEs ont surtout porté sur des émissions d'actions ordinaires (éventuellement accompagnées de bons de souscription d'actions, warrants) ou de titres convertibles

17 PIPEs Market Grows as Banks Consolidate, Corporate Financing Week, 26 janvier 2004.

18 Newsletter - Rothschild Private Placement Group, An overview of Private Market Financing Alternatives, Automne 2002.

19 John D. Hogoboom, Private Investment in Public Equity: An Overview; PIPEs allow smaller public companies access to elusive capital, New Jersey Law Journal, August 16, 2004.

20 George L. Majoros, Jr., The Development of « PIPEs » in Today's Private Equity Market, 51 Case W. Res. 493, Spring 2001.

21 Bien souvent, les fonds de *private equity* sont dans l'obligation de disposer de certains droits vis-à-vis de la société dans laquelle ils ont investi en raison de la base d'investisseurs qui détiennent une participation dans le fonds en question. Généralement ces investisseurs incluent en effet des fonds de pension américains réglementés au titre de l'*employee retirement income security Act* ou « ERISA ». Cette réglementation contraint les fonds de *private equity* à se soumettre au régime « *venture capital operating company* » ou « VCOC » et à obtenir certains droits vis-à-vis du management de la société (notamment droits à l'information). Pour un résumé de cette problématique : Michael O. Wolfson, Douglas E. Bacon (Simpson Thacher & Bartlett), Certain Key Issues for

U.S. Practitioners Structuring Leveraged Buyouts in Europe, September 26, 2003, www.stblaw.com ; Laurent Assaya, L'acquisition du statut de VCOC par un fonds d'investissement selon la loi américaine ERISA, JCP E, n°47, 18 novembre 2004, p. 1822.

22 En effet, dans l'hypothèse où l'investisseur détient au moins 5 % des titres de la société, il sera tenu de soumettre une notification à la SEC (Schedule 13D) à laquelle sera joint les principaux accords relatifs à sa participation. Ces documents sont disponibles sur le site internet de la SEC. www.sec.gov.

23 Investment Dealers Digest, The Perpetual Probe Era Regulators extend mutual fund probe to retirement accounts, look into PIPEs, 12 juillet 2004.

24 John D. Hogoboom, article précité note 19.

25 New York Times, Dilution issue plagues PIPE securities, 14 juin 2004. Voir également, M. Chauvot, « Spirales de la mort, equity lines, existe-t-il des financements toxiques ? », Option finance, n° 660, 15 octobre 2001, p. 27.

26 Leib M. Lerner, Disclosing Toxic PIPEs: Why The SEC Can And Should Expand The Reporting Requirements Surrounding Private Investments In Public Equities, 58 Bus. Law. 655, February 2003.

en actions ordinaires (*preferred convertible stock ou convertible debt*) avec un ratio de conversion fixe²⁷.

Les valeurs mobilières émises et leurs termes financiers varient considérablement en fonction du type d'émetteur (*start-up, mid-cap, large-cap*) et du type d'investisseurs. On distingue les investisseurs selon leurs perspectives d'investissement, à court terme i.e. douze mois voire moins (*hedge funds*, fonds d'arbitrage), ou à moyen terme, i.e. trois à cinq ans (fonds de capital-investissement, investisseurs institutionnels, couramment appelés « *fundamental investors* »). Ces derniers n'effectuent généralement pas d'opérations de couverture dans le cadre de leurs investissements ce qui, en pratique, limite considérablement les risques de tension à la baisse sur le titre à la suite de la réalisation de l'opération.

2. L'émergence du marché français

PIPEs réalisés sur le marché français depuis 2002

Selon la presse économique, « *les experts sont unanimes : les « Pipes » sont amenés à poursuivre leur progression* »²⁸. On dénombre en effet une vingtaine d'opérations de type « PIPE » en France entre 2002-2003²⁹. Il s'agit principalement d'opérations de restructuration financière de sociétés en difficulté. Les deux premières opérations de ce type ont été, en 2002, l'investissement d'un montant de 32 millions d'euros par Newbury Ventures, Technoventures et DB Capital ventures (filiale de la Deutsche Bank) dans Highwave optical technologies SA (société cotée au nouveau marché) par voie d'émission réservée d'OCEANES assorties de bons de souscription d'actions³⁰, et l'investissement d'un montant de 7 millions d'euros par Viventures Partners dans la société Cast software SA (société cotée au nouveau marché), par voie d'émission réservée d'obligations convertibles en actions³¹. Selon l'Association française des investisseurs en capital (Afic)³², le montant moyen d'une opération de PIPE en 2003 était de 6,6 millions d'euros.

Une part importante de ces opérations de refinancement a été ouverte au public. Récemment, la société Bull a ainsi procédé à une augmentation de capital par émission d'actions ordinaires (avec maintien du droit préférentiel de souscription) pour un montant global de 44 millions d'euros³³. Un groupe d'investisseurs (notamment AXA Private Equity et Artemis), s'était alors engagé à souscrire une partie de ces actions, Bull étant tenu d'attribuer « *à ces investisseurs les actions qui n'auraient pas été souscrites par les autres actionnaires au titre de leurs DPS, dans la limite de 72,31 % de ces actions non souscrites* »³⁴. Certains actionnaires de la société avaient d'ailleurs pris des engagements de souscription à hauteur d'une somme égale à 33,9 % du montant de l'augmentation de capital.

Ce type d'opérations correspond à des situations dans lesquelles un émetteur est dans l'impossibilité de

financer son activité ou refinancer sa dette en ayant recours au marché boursier. Il s'agit de la forme « *classique* » du PIPE dans laquelle les fonds d'investissement prennent le relais des marchés qui s'intéressent peu ou pas aux petites capitalisations (notamment les « *valeurs technologiques* ») ou qui ne souhaitent pas participer à des opérations de refinancement trop risquées.

L'exemple de l'« investissement stratégique » de Silver Lake Partners dans Thomson

Le 22 juillet 2004, Thomson a annoncé avoir conclu avec le fonds d'investissement Silver Lake Partners (SLP, spécialisé dans les valeurs technologiques) un accord relatif à l'investissement par ce dernier d'un montant de 500 millions de dollars par voie de placement privé d'OCEANES remboursables en 2010. Cette opération a été réalisée le 16 septembre 2004 après obtention d'un visa de l'Autorité des marchés financiers (AMF) sur le prospectus relatif à l'admission des actions sous-jacentes³⁵ et approbation de l'opération par l'assemblée générale extraordinaire de Thomson. Le résumé de certaines caractéristiques des OCEANES en question est reproduit ci-dessous³⁶ :

- Rang : les obligations constituent une dette subordonnée non garantie de Thomson.
- Ratio de conversion : 1000 actions pour chaque obligation convertible ou échangeable d'une valeur nominale de 21.660 US\$ (ce qui équivaut à un prix de conversion/échange de 17,50 € par action).
- Conversion/échange : les obligations ne seront convertibles ou échangeables qu'à la suite de celui des événements suivants qui survient le premier : (i) la publication des résultats financiers consolidés et audités pour l'exercice social 2005 ou (ii) le 31 mars 2006, sous réserve de certaines exceptions comme un changement de contrôle, la révocation de l'administrateur représentant SLP ou la survenance d'un cas de défaut.
- Mécanismes d'ajustement :
 - similaires aux mécanismes habituels en droit français d'ajustement ;
 - ajustement intégral pour tous dividendes.
- Remboursement au gré du porteur :
 - après le quatrième anniversaire de la date d'émission à la valeur nominale (augmentée des intérêts courus non encore payés) ;
 - en cas de changement de contrôle : à 101 % de la valeur nominale (augmentée des intérêts courus mais non encore payés). Changement de contrôle résultant d'une offre publique hostile : le montant le plus élevé de 101 % de la valeur nominale (augmentée des intérêts courus mais non encore payés) ou de la contrepartie qui aurait été obtenue sur conversion ou échange puis apport à l'offre.
- Représentation au conseil d'administration :
 - un administrateur (ou un censeur en cas de révo-

27 Steven Dresner, E. Kurt Kim, ouvrage précité note 15.

28 Les sociétés cotées se tournent vers le « Pipe », Les Echos, 14 septembre 2004.

29 AFIC Formation (Association française des investisseurs en capital), PIPE : réelle opportunité ou effet de mode, 22 octobre 2003.

30 Note d'opération n° 02-056 visée par l'AMF en date du 25 janvier 2002.

31 « Viventures in France's second PIPE », TheDeal.com, 3 mai 2002.

Note d'opération n° 02-390 visée par l'AMF en date du 16 avril 2002.

32 Cf. note 29 précitée.

33 Note d'opération n° 04-577 visée par l'AMF en date du 9 juin 2004.

34 Note d'opération précitée note 33.

35 Note d'opération n° 04-761 visée par l'AMF en date du 14 septembre 2004.

36 Se référer au communiqué de presse de Thomson en date du 22 juillet 2004 (www.thomson.net).

cation de l'administrateur) ;

– en cas de révocation dans certaines circonstances de l'administrateur représentant de SLP, les porteurs d'obligations auront le droit d'exiger de Thomson le remboursement des obligations à 101 % de leur valeur nominale (augmentée des intérêts courus et non payés).

Les termes et conditions des OCEANES reflètent le partenariat ainsi mis en place entre une société industrielle cotée et un fonds d'investissement. Sur une base post-conversion, les OCEANES représenteraient approximativement 7,5 % du capital de Thomson, SLP devenant ainsi son premier actionnaire. Par ailleurs, en raison de sa spécialisation sectorielle, SLP a vocation à contribuer à l'élaboration de la stratégie des sociétés dans lesquelles il a investi. À notre connaissance, il s'agit de la première opération de cette importance réalisée sur le marché français.

B. Cadre juridique applicable aux investissements dans les sociétés cotées françaises

1. Préparation d'une opération

De la « due diligence » à l'annonce d'une opération portant sur une société cotée

Il est désormais usuel pour les investisseurs (et leurs conseils) d'effectuer certaines diligences (*due diligence*) avant de procéder à une opération. Le contenu de cette *due diligence* doit bien évidemment être adapté à chaque opération toutefois le périmètre de cet exercice (notamment sur le plan financier, opérationnel, juridique et fiscal) et ses modalités (vérification sur pièces, entretiens avec les dirigeants, préparation d'un rapport) ont été encadrés par la pratique³⁷.

La réglementation boursière encadre strictement la diffusion d'informations par les sociétés cotées. Le règlement général de l'AMF prévoit notamment que « [T]out émetteur ou toute autre personne agissant pour le compte de celui-ci qui prépare une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier doit, dès que possible, porter à la connaissance du public les caractéristiques de cette opération » et « [S]i la confidentialité est momentanément

nécessaire à la réalisation de l'opération et si l'émetteur et la personne mentionnée à l'alinéa précédent sont en mesure de préserver cette confidentialité, elles peuvent prendre la responsabilité d'en différer la publication ». En outre, l'utilisation d'une information privilégiée est prohibée sous peine de sanctions pénales³⁸ et/ou administratives.

En raison de ces contraintes juridiques, le processus de *due diligence* sur des sociétés cotées est généralement plus court et parfois moins complet. Il est vrai que l'information publique sur une société cotée permet de préparer en amont cet exercice afin de le rendre plus efficace pour les investisseurs. La Commission des opérations de bourse (COB devenue AMF) a également encadré les « *procédures de data-room organisées par une société cotée en vue de la cession d'une participation par l'un de ses actionnaires* »³⁹. Bien que, dans le cadre d'un PIPE, les investisseurs souscrivent des titres directement auprès de l'émetteur, il serait prudent de suivre les recommandations des autorités de marché dans la mesure où des informations confidentielles et/ou privilégiées seront transmises aux investisseurs. Selon cette recommandation COB, une *data-room* sera limitée (i) « *à la cession de participations significatives* » (le caractère significatif sera apprécié en fonction de la taille de la participation cédée et/ou de son caractère stratégique), (ii) « *sécurisée par la conclusion d'accords de confidentialité* » et (iii) « *réservée aux personnes témoignant un intérêt sérieux d'acquérir* »⁴⁰.

Conformément aux principes décrits ci-dessus, l'annonce d'une opération interviendra après signature de la documentation définitive par voie de communiqué de presse qui sera transmis à l'AMF « *au plus tard au moment de sa publication* »⁴¹. Toutefois, l'émetteur sera tenu de communiquer sur l'opération en amont de la signature de la documentation définitive s'il n'est plus en mesure d'assurer la confidentialité des négociations en cours. En cas de « *rumeurs persistantes et convergentes induisant une forte perturbation sur le cours, il est de la responsabilité de l'entreprise de communiquer ou non* »⁴². De telles perturbations sur le marché et/ou la communication par l'émetteur pourront en pratique rendre plus difficile, voire remettre en cause, le lancement de l'opération dont les termes financiers sont bien souvent déterminés sur la base du cours de bourse avant annonce de l'opération.

³⁷ Il est intéressant de noter que la réglementation boursière impose depuis 2002 aux prestataires de services d'investissement participant à des introductions en bourse (et à toutes opérations d'appel public à l'épargne durant les trois ans suivant la réalisation de cette introduction) qu'ils attestent à l'AMF (laquelle attestation est reproduite dans le prospectus) avoir « *effectué les diligences professionnelles d'usage et que ces diligences n'ont révélé dans le contenu du prospectus aucune inexactitude ni aucune omission significative de nature à induire l'investisseur en erreur ou à fausser son jugement* ». La FBF (Fédération bancaire française) et l'AFEI (Association française des entreprises d'investissement) ont publié à ce titre un code professionnel relative à ces « *diligences professionnelles d'usage* » qui pourrait également servir de référence pour les opérations de placement privé réalisées par les sociétés cotées.

³⁸ Article L. 465-1 du Code monétaire et financier.

³⁹ Recommandation 2003-01 relative à la transmission d'informations privilégiées préalablement à des opérations de cession de partici-

pations significatives dans des sociétés cotées sur un marché réglementé, Bulletin Mensuel COB - octobre 2003, n° 383.

⁴⁰ Ces trois conditions présupposent que les négociations entre les parties aient atteint un stade d'avancement suffisamment matérialisé, au-delà de l'accord de confidentialité, par une « *lettre d'intention* ». La recommandation COB pose le principe que l'égalité de l'information devra être rétablie postérieurement à sa réalisation, les informations incluses dans la *data-room* et susceptibles d'avoir un effet sur le cours de bourse devront être portées à la connaissance du public. Si l'opération est suivie d'une offre publique sur la société volontaire ou obligatoire, ces informations devront ainsi figurer dans la note d'information ; dans le cas contraire, c'est l'émetteur qui informera le marché par voie de communiqué.

⁴¹ Article 222-10 du règlement général de l'AMF.

⁴² Charte de communication CLIFF/SFAF préparée avec le concours des cabinets Bredin Prat et PricewaterhouseCoopers, avril 2003.

OPA obligatoire, exceptions et dérogations

Une des particularités⁴³ d'un investissement dans une société cotée réside dans l'obligation pour les investisseurs de déposer une offre publique obligatoire visant l'ensemble des titres de capital ou donnant accès au capital de cette société dans certaines hypothèses et notamment si, agissant seuls ou de concert, ils viendraient à détenir « plus du tiers des titres de capital ou plus du tiers des droits de vote »⁴⁴ de cette société. Cette obligation s'applique quelles que soient les circonstances du franchissement de ce seuil du tiers⁴⁵ et dans la mesure où les titres ainsi souscrits ou acquis confèrent des droits de vote. Si l'opération porte sur des obligations convertibles et/ou échangeables en actions ou des actions de préférence sans droit de vote, ces dispositions n'auront vocation à s'appliquer qu'au jour où les titres seront convertis ou échangés en actions conférant des droits de vote.

L'AMF pourra toutefois autoriser un franchissement de seuil du tiers sans imposer le dépôt d'un projet d'offre publique (i) dans l'hypothèse d'un franchissement de seuil temporaire⁴⁶ ou (ii) lorsque le franchissement de seuil résulte d'une mise en concert avec un actionnaire important de la société sans modification significative du contrôle de la société⁴⁷. Cette deuxième hypothèse semble particulièrement adaptée aux PIPEs, dont la logique est parfois l'adossement d'un partenaire financier à un actionnaire significatif. En outre, l'AMF peut accorder des dérogations à l'obligation de dépôt d'une offre publique (i) en cas de « souscription à l'augmentation de capital d'une société en situation avérée de difficulté financière soumise à l'approbation de l'assemblée générale de ses actionnaires »⁴⁸ ou (ii) lorsqu'un tiers, agissant seul ou de concert détient la majorité des droits de vote de la société⁴⁹.

En pratique, les investisseurs qui souhaiteraient bénéficier de l'une de ces exceptions et dérogations devront prendre contact de façon informelle avec les services de l'AMF en amont de l'annonce de l'opération, permettant ainsi à l'AMF de statuer préalablement à son lancement⁵⁰.

43 Une autre particularité réside dans l'obligation à la charge des investisseurs de déclarer à la société et à l'AMF les participations qu'ils prennent, seuls ou de concert, dans une société française dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé lorsque ces participations représentent au moins 5 %, 10 %, 20 %, le tiers, la moitié ou les deux-tiers du capital ou des droits de vote de la société (seuils légaux), ou le cas échéant d'autres seuils prévus par les statuts de la société. En cas de franchissement des seuils de 10 % et 20 %, l'actionnaire ou le groupe d'actionnaires agissant de concert, doit également déclarer les objectifs qu'il a l'intention de poursuivre au cours des 12 mois à venir (L. 233-7 du Code de commerce). Ces dispositions sont sanctionnées civilement et pénalement (L. 233-14, L. 247-2 et L. 248-1 du Code de commerce).

44 Article 234-2 du règlement général de l'AMF.

45 Alain Viandier, OPA OPE et autres offres publiques, Francis Lefebvre, 2^e ed. p. 284.

46 Article 234-4 du règlement général de l'AMF.

47 Article 234-6 du règlement général de l'AMF.

48 Article 234-8 (2^o) du règlement général de l'AMF. Ce cas de dérogation est limité à l'hypothèse où une société « rencontre de graves difficultés financières et où la continuité de l'exploitation est en péril » (C. Maison-Blanche, Les dérogations à l'obligation de déposer un projet d'offre publique, Revue CMF, n^o 2, octobre 1997, p. 13). En outre, la rédaction de l'article 5-5-7(b) semble indiquer que l'opération doit avoir

2. Exécution d'une opération

Approbation par l'assemblée générale

Les termes du PIPE ayant été négociés de gré à gré entre les investisseurs et l'émetteur, l'augmentation de capital sera en principe réservée aux investisseurs en question. Une telle opération suppose l'approbation expresse de l'augmentation de capital réservée à des personnes « nommément désignées » par l'assemblée générale extraordinaire de l'émetteur,⁵¹ laquelle se réunira entre l'annonce de l'opération (*signing*) et sa réalisation effective (*closing*). L'assemblée se prononcera sur le prix de souscription (ou les conditions de détermination de ce prix) sur la base d'un rapport spécial du commissaire aux comptes et d'un rapport du conseil d'administration ou du directoire. Si les investisseurs possèdent des actions de la société à la date de l'assemblée, ils ne pourront pas participer au vote relatif à cette opération. En outre, le nouvel article L. 228-15 du Code de commerce prévoit que la procédure d'approbation des avantages particuliers⁵² aura vocation à s'appliquer en cas d'émission d'actions de préférence « au profit d'un ou plusieurs actionnaires nommément désignés », selon une interprétation donnée par le Garde des Sceaux, cette disposition vise toute émission réservée que les bénéficiaires soient ou non actionnaires préalablement à la réalisation de l'opération⁵³.

L'obligation de recourir à l'approbation expresse de l'assemblée générale extraordinaire constitue une contrainte importante pour ce type d'opérations, notamment en termes de calendrier. Le régime des délégations par l'assemblée générale extraordinaire au conseil d'administration et au directoire ayant été profondément modifié par la loi de sécurité financière (LSF) du 1^{er} août 2003⁵⁴ et par l'Ordonnance, la question est de savoir si l'augmentation de capital relative à un PIPE pourrait être approuvée par le conseil d'administration ou le directoire sur la base d'une délégation préalable de l'assemblée générale extraordinaire. Depuis la LSF (dont les dispositions ont été sur ce point retouchées par l'Ordonnance), l'assemblée générale extraordinaire peut réserver une augmentation de capital à une « catégorie de personnes répondant à des caractéristiques déterminées », la liste exacte des bénéficiaires étant

été soumise à l'approbation expresse de l'assemblée générale et non décidée par le conseil d'administration sur la base d'une délégation de cette dernière (Alain Viandier, ouvrage précité note 45 p. 302). Pour une illustration de ce cas de dérogation, se référer à la décision du CMF n^o 202C0076 en date du 15 janvier 2002 relative à la société Highwave Optical Technologies.

49 Article 234-8 (6^o) du règlement général de l'AMF. A noter que si les investisseurs sont réputés agir de concert avec un tel actionnaire majoritaire, les investisseurs seront tenus de déposer une offre publique (sauf dérogation prévue par l'article 234-6(1^o) visée ci-dessus).

50 Article 234-9 du règlement général de l'AMF.

51 Article L. 225-138 I et II du Code de commerce.

52 Selon cette procédure, un ou plusieurs commissaires aux avantages particuliers sont nommés par décision de justice et établissent un rapport à l'assemblée générale ayant vocation à se prononcer sur l'opération (L. 225-147 du Code de commerce).

53 JO du 24 août 2004, p. 6685, n^o 43987 : « l'article L. 228-15 alinéa 1er vise les actionnaires déjà existants et les actionnaires qui le deviennent au moment de la souscription à condition toutefois que ces actionnaires soient nommément désignés ». Françoise Monod et Roy Arakelian, Les actions de Préférence : comment utiliser la procédure d'avantages particuliers ?, Les Petites Affiches n^o 218-219 du 1^{er}-2 novembre 2004, p.8.

54 Loi n^o 2003-706 du 1^{er} août 2003.

arrêtée par le conseil d'administration ou le directoire⁵⁵. L'émission doit être réalisée dans un délai de 18 mois à compter de la décision de l'assemblée générale extraordinaire⁵⁶. Dans le contexte d'un PIPE, une telle délégation poserait des problèmes pratiques importants. Le Code de commerce impose en effet que l'assemblée se soit prononcée sur le prix de souscription (ou les conditions de fixation de ce prix)⁵⁷ alors que par hypothèse les termes de l'opération ne sont pas figés au moment où l'assemblée se réunit. En outre, l'AMF a attiré l'attention des émetteurs sur « l'obligation faite aux assemblées générales extraordinaires d'actionnaires d'arrêter elles-mêmes, à peine de nullité, les caractéristiques précises auxquelles doivent répondre la ou les catégories de personnes bénéficiaires d'une augmentation de capital réservée avec suppression du droit préférentiel de souscription ». L'AMF a ainsi considéré que « [L]a seule référence à la catégorie d'investisseurs qualifiés n'apparaît pas, à cet égard, suffisante. En effet, les personnes morales, agissant pour compte propre, qui entrent dans l'énumération du décret n° 98-880 du 1^{er} octobre 1998, sont extrêmement nombreuses et diverses »⁵⁸. Par ailleurs, dans le cadre d'opérations qui ne sont pas réservées aux investisseurs (généralement des opérations de refinancement), le nouveau régime des délégations de l'assemblée générale au conseil d'administration accorde une flexibilité accrue aux sociétés cotées, que ces opérations soient réalisées avec ou sans droit préférentiel de souscription au bénéfice des actionnaires existants⁵⁹. La règle du « dix parmi les vingt » relative aux augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription avec appel public à l'épargne a ainsi été abrogée. L'article L. 225-136 du Code de commerce renvoie désormais à un décret pris après consultation de l'AMF le soin de déterminer les modalités de fixation du prix d'émission⁶⁰. L'Ordonnance a également introduit une disposition autorisant les sociétés à émettre annuellement, et sans contrainte particulière de prix, des actions représentant 10 % du capital de la société⁶¹.

55 Article L. 225-138 I Code de commerce.

56 Article L. 225-138 III Code de commerce.

57 Il convient de noter que le nouvel article L. 225-138 II du Code de commerce tel que modifié par l'Ordonnance a supprimé la possibilité pour l'assemblée générale extraordinaire de déléguer au conseil la fixation du prix de l'émission.

58 Revue mensuelle de l'AMF n° 8, novembre 2004, p.79. Voir également, Joël Monnet et Henri Hovasse, Dr. Sociétés décembre 2003, p. 24. Pour une utilisation de cette forme d'augmentation de capital, voir notamment la note d'opération (visa AMF n° 04-786) relative à l'émission par Thomson de 14 millions de bons de souscription d'actions nouvelles ou d'acquisition d'actions existantes réservée à une catégorie d'actionnaires.

59 Sur le nouveau régime des délégations. Voir notamment Alain Couret et Hervé Le Nabasque, ouvrage précité note 10 (p.60 à 85) ; Pierre-Yves Chabert, Les augmentations de capital après l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales, Bull. Joly, Août-Septembre 2004, p. 1023 ; Marc Loy, Les nouvelles règles de délégation en matière d'augmentation de capital, JCP E n° 37, 9 septembre 2004, p. 1380 ; Henri Hovasse, « Les augmentations de capital après l'Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales », Droit des Sociétés, octobre 2004, p. 7 ; Pierre Tourres, « Augmentation de capital : l'élargissement des délégations », Droit & Patrimoine n° 130, octobre 2004, p. 87 ; Claude Baj, « Les délégations de pouvoir », Revue de Droit Bancaire et Financier, 2004, n° 5, p.348. Le maintien du droit préférentiel de souscription aura nécessairement pour effet de rallonger le calendrier de l'opération, notamment en raison de la période de souscription d'une durée minimale de cinq jours de

Visa de l'AMF sur le prospectus

Lorsque le PIPE prend la forme d'un placement privé, les parties peuvent réaliser l'opération sans intervention de l'AMF avant réalisation de l'opération. Constituent un placement privé « l'émission ou la cession d'instruments financiers auprès d'investisseurs qualifiés ou dans un cercle restreint d'investisseurs, sous réserve que ces investisseurs agissent pour compte propre »⁶². Sous réserve de respecter les caractéristiques d'un placement privé (ce qui dans le cas d'un PIPE pose rarement de difficultés dans la pratique) le calendrier de l'opération pourra donc être raccourci. Toutefois, un PIPE suppose que les titres souscrits par les investisseurs (ou les titres sous-jacents) soient admis aux négociations sur un marché réglementé au moment de l'opération ou à terme. L'admission est prononcée par Euronext qui s'assurera notamment que « les titres ont des chances raisonnables d'être négociés dans des conditions de liquidité et de sécurité suffisantes »⁶³. Sauf cas de dispense, cette admission aux négociations requiert l'obtention d'un visa de l'AMF sur une note d'opération portant sur cette admission⁶⁴. Le visa interviendra en pratique préalablement à l'assemblée générale extraordinaire qui approuvera les termes de l'opération. Dans le contexte d'un PIPE, il est envisageable d'obtenir de l'AMF une dispense de visa lorsque l'opération respecte les caractéristiques suivantes⁶⁵ : (i) l'émission est réservée à « un petit nombre de bénéficiaires », (ii) les actionnaires ont reçu une information suffisante et l'assemblée générale extraordinaire s'est tenue moins d'un an avant réalisation de l'opération et (iii) l'opération porte sur des titres représentant « moins de 10 % des instruments financiers de même catégorie déjà admis aux négociations sur un marché réglementé, en nombre, en valeur boursière estimée ou en montant nominal ». En raison de cette règle des 10 %, cette dispense n'aura en principe vocation à être mise en œuvre que dans le cadre d'une opération portant sur des actions ordinaires et non sur des actions de

bourse (L. 225-141 du Code de commerce).

60 Selon le projet de décret diffusé par la chancellerie, le prix de souscription devrait correspondre à la moyenne pondérée des cours des trois dernières séances de bourse précédant la fixation du prix, diminuée d'une décote maximale de 5 %.

61 L. 225-136 (1°) du Code de commerce.

62 Article L. 411-2 du Code monétaire et financier. Cet article prévoit également que « [U]n investisseur qualifié est une personne morale disposant des compétences et des moyens nécessaires pour appréhender les risques inhérents aux opérations sur instruments financiers. La liste des catégories d'investisseurs reconnus comme qualifiés est fixée par décret. Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières sont réputés agir en qualité d'investisseurs qualifiés. Un cercle restreint d'investisseurs est composé de personnes, autres que les investisseurs qualifiés, liées aux dirigeants de l'émetteur par des relations personnelles, à caractère professionnel ou familial. Sont réputés constituer de tels cercles ceux composés d'un nombre de personnes inférieur à un seuil fixé par décret ». L'article 2 du décret du 1^{er} octobre 1998 a fixé ce seuil à 100 personnes.

63 Article 517-1 du règlement général de l'AMF et Article P.1.1.6 des règles de marché adoptées par Euronext (Livre II).

64 Dans le cadre de l'opération SLP/Thomson, il s'agissait d'un placement privé, étant précisé que SLP ne sera en principe pas en mesure de convertir ou échanger les obligations en actions et céder ses actions avant un certain laps de temps après la réalisation de l'opération. Toutefois, il est apparu plus protecteur que la note d'opération portant sur les actions sous-jacentes soit visée par l'AMF avant réalisation du placement privé.

65 Article 211-13 du règlement général de l'AMF.

66 Michel Germain, article précité note 10.

préférence ou des valeurs mobilières composées dont la souscription aura été réservée aux investisseurs.

II Analyse du régime des actions de préférence et des valeurs mobilières composées dans le contexte des PIPEs

La récente réforme du régime des valeurs mobilières qui vise à assouplir les modalités de financement des entreprises devrait donc faciliter la mise en place de PIPEs en France. Cette étude comparée portera sur l'utilisation des actions de préférence et des valeurs mobilières composées (principalement les titres de créance convertibles et/ou échangeables en actions ordinaires) dans le cadre d'un PIPE dont il conviendra de distinguer les termes financiers (A) des termes juridiques (B).

L'Ordonnance ayant été adoptée récemment, nous ne bénéficions pas du recul indispensable pour une analyse approfondie de chacune des possibilités offertes par ce texte. Cette étude sera donc limitée à une analyse préliminaire et pratique de certains éléments novateurs de l'Ordonnance qui pourraient être mis en œuvre dans le cadre des PIPEs. En outre, comme le souligne le Professeur Michel Germain, l'introduction des actions de préférence « touche à tous les grands principes du droit des sociétés et l'interprète devra dire jusqu'où ces principes valent encore dans le nouveau paysage construit par l'Ordonnance. La voie de la prudence sera de considérer que ceux-ci subsistent sauf texte exprès contraire »⁶⁶.

A. Structure financière

La distinction fondamentale entre, d'une part, les actions de préférence et, d'autre part, les obligations donnant accès au capital est qu'à la date de leur émission, les premières sont des titres de capital alors que les secondes sont des titres de créance. Cette qualification a nécessairement des conséquences sur le plan financier, comptable, juridique et fiscal. Par principe, les titres de capital sont subordonnés aux titres de créance. Toutefois, la frontière entre ces deux catégories peut être affectée en fonction des termes et conditions des titres en question. En effet, les parties peuvent désormais prévoir que les actions de préférence soient dans certaines situations rachetées par l'émetteur ou que les porteurs d'actions de préférence bénéficient d'une priorité sur le boni de liquidation. À l'inverse, le remboursement de créances obligataires peut être subordonné par rapport à d'autres créances sur l'émetteur. En conséquence, la marge de manœuvre des parties dans l'élaboration de la structure financière pourra le cas échéant modifier le traitement de l'opération sur le plan financier et comptable, juridique et/ou fiscal.

⁶⁷ Articles L. 232-11, L. 232-12 L. 232-15 et du Code de commerce.

⁶⁸ En outre, l'article L. 228-18 dispose que les statuts ou l'assemblée générale extraordinaire peuvent prévoir les modalités de paiement du dividende en titres de capital (i.e. actions ordinaires ou actions de préférence).

1. Régime juridique

Rémunération de l'investissement : dividende/intérêt

Les dividendes représentent la part de bénéfice que l'assemblée générale décide de distribuer aux actionnaires. La mise en distribution d'un dividende suppose non seulement une décision de l'assemblée générale ordinaire, mais également l'existence sur le plan comptable de bénéfices ou de réserves distribuables, étant précisé que la loi réputée non écrite les clauses des statuts prévoyant un intérêt fixe ou intercalaire au bénéfice des actionnaires (clauses d'intérêt fixe)⁶⁷.

Les statuts peuvent librement prévoir que les actions de préférence bénéficieront d'un dividende majoré (supérieur à celui des actions ordinaires), prioritaire/préemptaire (versé en priorité aux actions de préférence) ou cumulatif (prélevé sur les bénéfices ultérieurs si les bénéfices ou réserves ne sont pas suffisants)⁶⁸. Toutefois, compte tenu de la prohibition expresse des clauses d'intérêt fixe, le droit au dividende est sujet à un aléa (l'existence de bénéfice ou de réserve) supplémentaire par rapport au droit au paiement d'un intérêt (ou coupon) dont bénéficie le créancier obligataire. Il est rappelé en outre que les clauses léonines sont réputées non écrites par l'alinéa second de l'article 1844-1 du Code civil. Une clause léonine est définie comme celle « attribuant à un associé la totalité du profit procuré par la société ou l'exonérant de la totalité des pertes » ou bien celle « excluant un associé totalement du profit ou mettant à sa charge la totalité des pertes ». Il convient à cet égard de préciser que la doctrine considère que les dispositions de l'article 1844-1 du Code civil ne doivent pas faire l'objet d'une lecture littérale, ainsi, une répartition des bénéfices ou des pertes sera réputée léonine toutes les fois où elle aboutit à un déséquilibre atteignant ou approchant les situations décrites par l'article 1844-1 du Code civil. C'est dire qu'« un écart excessif entre la part de capital détenue par un associé et sa vocation aux bénéfices sera qualifié de léonin, et la stipulation réputée non écrite »⁶⁹. L'interprétation des juges du fond dans ce domaine est souveraine⁷⁰. En pratique, une disproportion majeure entre le capital investi et le droit au dividende semble peu envisageable pour une société cotée ; les dispositions relatives aux clauses léonines ne devraient donc pas avoir vocation à s'appliquer aux opérations de PIPEs.

Liquidité et cession par les investisseurs

La liquidité offerte aux investisseurs dans une opération de PIPE dépendra notamment de l'admission ou non aux négociations sur un marché réglementé des titres ainsi souscrits. Parfois, l'admission à la cote pourra être considérée comme inopportune ou même inutile. En effet, si l'émetteur a accordé des droits (politiques ou pécuniaires), particuliers aux investisseurs, il pourrait exiger que ces droits ne puissent pas être exercés par des tiers à l'opération de PIPE. Ou plus simplement, la liquidité offerte par le marché sur lesquels ces titres seront

⁶⁹ François Denis Poitral, « Clauses statutaires de répartition des bénéfices », Droit & Patrimoine, n° 59, avril 1998, p. 32.

⁷⁰ Lamy Sociétés commerciales, 2004 n° 310.

négociés ne sera pas satisfaisante pour les investisseurs qui préféreront convertir ou échanger leurs titres en actions ordinaires avant de les céder sur le marché ou hors marché⁷¹. Le Code de commerce prévoit d'ailleurs que « les actions de préférence peuvent être converties en actions ordinaires ou en actions de préférence d'une autre catégorie », ⁷² la procédure d'opposition des créanciers ayant vocation à s'appliquer en cas de « conversion d'actions de préférence en actions aboutissant à une réduction de capital non motivée par des pertes »⁷³.

Concernant les termes de cette conversion/échange, la question est de savoir si, à l'image de la pratique aux États-Unis (voir §I.A.1 ci-dessus), il est envisageable que les parties prévoient dans le contrat de souscription (obligations complexes) ou dans les statuts (actions de préférence) que les titres seront convertis ou échangés en actions ordinaires sur la base d'un ratio révisable en fonction de l'évolution du cours de bourse de l'émetteur (*reset provision*). Des opérations similaires ont été réalisées sous l'empire du droit antérieur⁷⁴. Toutefois, la COB a émis un avis défavorable sur une opération visant à une attribution gratuite de bons de souscription d'actions à prix glissant quotidiennement pendant une période de référence au motif que (i) l'opération revenait à une vente de *calls* de nature à accroître la volatilité du sous-jacent et que (ii) contrairement aux opérations d'*equity line* où l'émetteur a la maîtrise des tirages par l'intermédiaire financier, le projet allait favoriser la multiplication des opérations d'arbitrage susceptibles d'aggraver la volatilité du sous-jacent⁷⁵. Cet avis avait d'ailleurs été critiqué par une partie de la doctrine comme ne relevant pas des pouvoirs de la Commission⁷⁶. Il nous semble que les réticences de l'autorité de marché pourront être levées pour autant que le projet

prévoit certains garde-fous (par exemple, évolution du ratio de conversion encadrée, engagement des investisseurs de ne pas intervenir sur le titre, directement ou indirectement).

Généralement, les accords conclus dans le cadre du PIPE prévoient une période minimale pendant laquelle les valeurs mobilières ne pourront pas être cédées, converties ou échangées (*lock-up*), étant entendu que des exceptions pourront être prévues, notamment en cas de changement de contrôle, offre publique visant les titres de la société ou autre modification majeure des perspectives de l'investissement. Sous l'influence des pratiques américaines, il est désormais habituel pour les investisseurs et émetteurs de conclure des accords (*registration rights agreement*) qui organiseront les modalités de cession par les investisseurs conformément à ce qu'il est désormais convenu d'appeler les « pratiques internationales ». Du point de vue de l'émetteur, ces accords permettent de limiter les perturbations occasionnées par des cessions massives de blocs sur le marché ou hors marché (obligation d'information de l'émetteur en cas de cession, coordination avec l'émetteur). Du point de vue de l'investisseur, ces accords permettent d'assurer que l'émetteur coopérera avec l'investisseur et ses banquiers qui participeront à la réalisation de l'opération⁷⁷.

Liquidité et remboursement/rachat par l'émetteur

Outre les cas de rachat à l'option de l'émetteur, les contrats d'émission d'obligations (composées ou non) prévoient nécessairement les hypothèses dans lesquelles les obligations seront remboursées (à maturité ou par anticipation) ou rachetées et annulées par l'émetteur. Les cas usuels de remboursement anticipé sont le non-respect de

71 Il est rappelé que cette cession sera en principe soumise à l'obligation d'intermédiation (obligation de recourir à un prestataire de service d'investissement prévue à l'article L. 421-6 du Code monétaire et financier) et l'obligation de concentration (obligation d'effectuer l'opération sur le marché prévue à l'article L. 421-12 du Code monétaire et financier). Il est fréquent que de telles opérations soient effectuées hors marché (mais par l'intermédiaire d'un prestataire de service d'investissement) dans la mesure où leur montant est supérieur à 5 % de la capitalisation boursière de l'émetteur ou 7,5 millions d'euros (exemption prévue à l'article 516-2 du règlement général de l'AMF).

72 Précisons cependant que certains auteurs paraissent considérer que la conversion ne peut intervenir qu'à la demande de la société et non au gré des porteurs. Ces mêmes auteurs s'interrogent sur le point de savoir si le principe de la conversion des actions de préférence peut être stipulé à l'avance dans les statuts ou s'il est nécessaire qu'une assemblée se réunisse à chaque fois pour décider de la conversion (Michel Germain, « La création et la disparition des actions de préférence », Revue de Droit Bancaire et Financier, septembre-octobre 2004, p. 367 et « Les actions de préférence » Revue des Sociétés, n° 3/2004, p. 597). Il nous semble pourtant qu'une interprétation laissant plus de place à la liberté contractuelle est compatible avec la lettre et l'esprit des textes. En effet, comme le souligne le Professeur Viandier, la possibilité prévue par l'article L. 228-12 du Code de commerce de fixer les modalités de conversion des actions de préférence dans les statuts « recouvre d'abord l'énoncé des cas dans lesquels la conversion opère : terme certain ou incertain, ou condition [...] » (Alain Viandier article précité note 8). Dès lors, il nous semble parfaitement envisageable de stipuler dans les statuts la conversion des actions de préférence sous la condition suspensive de la réalisation d'un évènement donné ou de l'exercice d'une option par les actionnaires de préférence (dans ce sens, Jacques Mestre, article précité note 10).

73 Article L. 228-14 du Code de commerce.

74 On citera notamment l'exemple des obligations convertibles à parité variable émises par Accor en avril 1991 (voir la note d'opération ayant reçu le visa COB 91-133). Certaines sociétés ont également procédé à des émissions de bons de souscription d'actions à prix de souscription

variable ou glissant (Netgem, visa COB n° 02-787 en date du 26 juin 2002 ; Rallye, visa COB n° 02-143 en date du 14 février 2002 ; LVL MEDICAL, visa COB n° 02-135 en date du 11 février 2002 ; Genset, visa COB n° 02-074 en date du 29 janvier 2002). Ces deux dernières opérations étaient d'ailleurs mentionnées dans le rapport du groupe de travail sur les nouvelles formes d'augmentation de capital présidé par Jean-François Lepetit (juin 2002).

75 Projet d'augmentation de capital par attribution gratuite de bons de souscription d'actions à prix glissant, Bulletin mensuel COB, avril 2003, n° 378.

76 Thierry Bonneau, Attribution gratuite de BSA à prix glissant, Dr. Sociétés novembre 2003, p. 28 : « Nous sommes d'autant moins convaincus par le refus que l'autorité de marché a opposé à cette opération que ce refus ne nous paraît pas relever de ses pouvoirs. Certes, l'autorité de marché est investie pour l'accomplissement de ses missions de protection de l'épargne, de surveillance de l'information des investisseurs et du bon fonctionnement des marchés d'un pouvoir de contrôle. Mais si celui-ci peut conduire l'autorité de marché à refuser le visa pour un manquement constaté à propos du prospectus ou de la note d'information, ou à s'opposer à l'admission aux négociations sur un marché réglementé, il ne lui permet pas de s'opposer – même une pratique constante ne peut justifier un tel pouvoir – à une émission dès lors que les règles légales sont effectivement respectées, sauf à confondre [...] l'illicéité d'une émission et l'inopportunité de sa diffusion dans le public ! ».

77 Dans le cadre d'une opération « documentée », il sera demandé à l'émetteur de souscrire un certain nombre de déclarations, garanties et indemnités usuelles au bénéfice des établissements qui assureront le placement des titres et d'obtenir une lettre de confort de la part de leurs commissaires aux comptes portant sur les comptes audités. Ces accords étaient généralement conclus par des sociétés dont les titres étaient cotés à New York (Cf. exemple Thomson), toutefois, cette pratique s'est étendue aux autres sociétés (cf. le « contrat de liquidité » conclu entre Philips, Schlumberger et Atos-Origin en date du 21 septembre 2003 décrit dans le document E ayant reçu le visa de l'AMF le 16 janvier 2004 (E.04-004)).

ses obligations par l'émetteur au titre du contrat d'émission ou le défaut de remboursement par l'émetteur (ou ses filiales) d'une dette d'un certain montant, l'ouverture d'une procédure collective visant l'émetteur⁷⁸, le changement de contrôle de l'émetteur⁷⁹. Généralement, lorsqu'un cas de remboursement anticipé intervient, le remboursement est effectué au pair ou, le cas échéant, avec une prime⁸⁰.

Concernant le rachat des actions de préférence, l'article L. 228-12 du Code de commerce prévoit expressément que si l'assemblée générale extraordinaire est « seule compétente » pour le décider, les modalités de rachat « peuvent également être fixées dans les statuts ». L'article L. 228-20 du Code de commerce précise en outre que « [l]orsque les actions de préférence sont inscrites aux négociations sur un marché réglementé, elles peuvent être rachetées ou remboursées, à l'initiative de la société ou du porteur, si le marché n'est pas liquide, dans les conditions prévues par les statuts ». À la lecture de ces textes, et malgré les hésitations de la doctrine, il nous paraît que les porteurs d'actions de préférence pourraient définir avec l'émetteur les conditions dans lesquelles ce dernier sera tenu de leur racheter tout ou partie de leur participation sur la base d'un prix déterminé ou déterminable prévu par les statuts⁸¹. Ce régime est dérogoire au principe d'égalité, lequel est d'ailleurs réaffirmé avec force pour ce qui concerne les règles applicables aux réductions de capital⁸².

Dans le silence des textes, il est permis de s'interroger sur l'éventuelle application de l'article 1844-1 relatif aux clauses léonines.⁸³ L'intention du gouvernement est

que les actions de préférence constituent la " traduction d'une pratique financière connue ", ce qui justifie que les parties puissent définir en toute liberté les termes et conditions de ces titres dans les statuts de la société, notamment concernant leur rachat. Or, une application stricte des dispositions sur les clauses léonines aux hypothèses de rachat prévues par les statuts nous semble peu compatible avec la rédaction du nouveau texte et l'intention déclarée de ses rédacteurs.

En outre, l'articulation des textes relatifs aux actions de préférence avec ceux des articles L. 225-204 et suivants du Code de commerce relatifs à la réduction de capital nous semble poser un certain nombre de difficultés. En particulier, se pose la question de savoir si la procédure d'opposition des créanciers doit s'appliquer à l'annulation des actions de préférence rachetées. Il semble que l'interprétation *a contrario* des dispositions de l'article L. 228-14 du Code de commerce mentionné ci-dessus (qui prévoit l'application de cette procédure à une « conversion d'actions de préférence en actions aboutissant à une réduction de capital non motivée par des pertes ») conduise à répondre par la négative, dès lors que les termes du rachat ont été approuvés par l'assemblée générale extraordinaire et indiqués dans les statuts concomitamment à l'émission des actions de préférence.

Enfin, la compatibilité de ces nouvelles règles avec celles relatives au rachat, à la détention ou à l'annulation d'actions propres devra être clarifiée par le pouvoir réglementaire⁸⁴.

78 La validité d'une telle clause (par ailleurs parfaitement usuelle) est remise en cause par l'article L. 621-28 du Code de commerce qui répute non-écrite toute clause de remboursement anticipé en cas d'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire.

79 Toutefois, d'autres cas de remboursement anticipés peuvent être prévus en fonction des circonstances. Les accords conclus entre Thomson et SLP prévoient, par exemple, le remboursement anticipé à l'initiative des obligataires en cas de révocation ou de non-renouvellement du mandat du représentant de SLP au conseil d'administration de Thomson si aucun remplaçant n'est élu au conseil d'administration dans un délai de 30 jours à compter de la proposition, faite de bonne foi, d'un nouveau candidat. Dans la mesure où cette disposition ne remet pas en cause le droit des actionnaires réunis en assemblée générale extraordinaire de nommer et révoquer les administrateurs de la société, les parties ont considéré que cette disposition ne devrait pas contrevenir aux dispositions de l'article L. 225-18 du Code de commerce, étant d'ailleurs précisé que cette disposition a été approuvée par l'assemblée extraordinaire de Thomson du 15 septembre 2004.

80 Thomson et SLP ont innové en ce que dans l'hypothèse d'un changement de contrôle consécutif à une offre publique non recommandée à laquelle les OCEANES ou les actions sous-jacentes n'ont pu être apportées (en raison des restrictions temporaires de conversion/échange et transfert applicables), le prix de remboursement sera égal au montant de la contrepartie qui aurait été obtenue sur conversion ou échange puis apport à cette offre publique (ou à 101 % de la valeur nominale des obligations si ce montant est plus élevé). Les parties (et l'Assemblée générale extraordinaire de Thomson) ont considéré que cette disposition était conforme à l'intérêt social de Thomson puisqu'elle lui permettait d'assurer la fidélité de SLP, notamment dans l'hypothèse d'une offre publique non recommandée par son conseil d'administration.

81 Pour certains auteurs, « le droit positif reste au milieu du gué » notamment sur la reconnaissance d'un véritable droit de retrait aux porteurs d'actions de préférence » (Véronique Magnier, Les actions de préférence : à qui profite la préférence, D. 2004, n°35 p. 2559). Pour d'autres, le rachat des actions de préférence, en dehors de l'hypothèse d'illiquidité du marché concernant les titres cotés, ne peut être effectué que de l'initiative de la société et non au gré des actionnaires de préférence (Michel Germain, articles précités, note 72).

82 L'article L. 225-204 du Code commerce énonce qu'« en aucun cas, [la réduction de capital] ne peut porter atteinte à l'égalité des actionnaires ». Sous l'empire du droit antérieur, certains auteurs estimaient que le principe d'égalité en matière de réduction de capital était un principe absolu qui ne souffrait aucune dérogation et qu'en conséquence la proposition de rachat devait être adressée à tous les actionnaires et pas seulement aux porteurs d'actions de priorité (Ph. Engel P. Troussière, « Création de catégories d'actions et stipulations d'avantages particuliers », JCP E., 1996, n° 36, p. 371; S. Torck, « Le rachat par les sociétés cotées de leurs propres actions (article L. 225-209 du Code de commerce) et le principe d'égalité des actionnaires », Bull. Joly Bourse, novembre décembre 2002, p. 509, Bull. ANSA, n° 3037, p. 9). Cette limite nous semble difficilement conciliable avec le régime des actions de préférence issu de l'Ordonnance.

83 Si l'actionnaire bénéficie d'une garantie de rachat de la part de l'émetteur à un prix fixe au moins égal à la valeur nominal des titres, n'est-il pas « exonéré de la totalité des pertes » ? La majorité de la doctrine considère que la promesse, souscrite par la société, de racheter ses titres à un actionnaire à un prix fixé, exonère l'actionnaire de sa contribution aux pertes et constitue ainsi un pacte léonin (S. Sylvestre « Validité de la promesse de rachat consentie par la société émettrice au souscripteur des titres qu'elle a émis », Bull. Joly, février 2004, p. 179; H. Le Nabasque, M. Barbier, « Les clauses léonines », Actes Pratiques, septembre octobre 1996, § 91 et st.). Dans un arrêt récent, la cour d'appel de Paris s'est toutefois prononcée en sens contraire (Paris, 25^e Chambre, section A, 21 février 2003, Juris-Data 2003-206474). À ce stade, la question de la validité des clauses de rachat à prix fixe des actions de préférence à l'initiative des porteurs au regard de la prohibition des clauses léonines reste entière. Remarquons à ce titre que les commentateurs de l'Ordonnance ont mis les praticiens en garde contre le risque qu'une « discussion portant sur le point de savoir si la clause de prix est alors léonine n'agite de nouveaux les prétoires » (A. Couret, H. Le Nabasque, ouvrage précité note 10, p. 226). Il convient également de rappeler que le rachat/annulation des actions sera nécessairement subordonné à l'existence de réserves suffisantes dans les comptes sociaux de l'émetteur.

84 Michel Germain, article précité note 8 : « Dès lors le droit des sociétés touché en son cœur, vacille, perd son équilibre et ne retrouve pas son assise dans les seules lignes du nouveau texte. La machinerie des réponses ministérielles ne sera sans doute pas suffisante pour venir à bout des nouvelles interrogations ».

2. Régime fiscal

Principaux traits distinctifs des régimes d'imposition applicables en France aux actions et aux obligations

Au niveau de la société émettrice, la rémunération servie aux obligations est en principe⁸⁵ déductible du résultat imposable à l'impôt sur les sociétés, alors que les distributions effectuées au profit des associés ne le sont pas⁸⁶.

Au niveau du porteur, le traitement fiscal des revenus et gains ou pertes attachés à de tels titres diffère selon la qualité de l'investisseur et son lieu de résidence fiscale.

S'agissant des personnes morales résidentes fiscales de France et soumises à l'impôt sur les sociétés, les produits qu'elles reçoivent de participations éligibles au régime des « sociétés mères » et, à compter du 1^{er} janvier 2007, les plus-values de cession de titres de participation visés à l'article 219-I-a quinquies du CGI peuvent bénéficier d'une exonération quasi-totale d'impôt sur les sociétés⁸⁷, mais la rémunération des prêts qu'elles consentent et leurs gains ou pertes de cession de titres de créance relèvent de l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun ; par ailleurs, en cas d'offre publique d'échange, seul l'échange d'actions est éligible au régime de sursis d'imposition.

S'agissant des porteurs non résidents, les revenus distribués donnent en principe lieu à une retenue à la source de 25 %, ce taux étant susceptible d'être réduit ou annulé en application des dispositions de l'article 119 ter du CGI ou des dispositions conventionnelles éventuellement applicables ; inversement, la rémunération des obligations émises par une société française est généralement éligible à l'exonération de retenue à la source et de prélèvement forfaitaire sur le fondement des articles 119 bis 1, 125 A III et 131 quater du CGI⁸⁸. Enfin, les plus-values de cession d'actions ne sont, en droit interne, exonérées en France que lorsque le taux de détention directe ou indirecte n'a pas excédé, au cours des cinq dernières années, 25 % des droits aux bénéfices sociaux de la société considérée, alors que les plus-values de cession d'obligations sont en toutes circonstances exonérées.

Éléments de réflexion préliminaires sur le régime fiscal des actions de préférence

Les dispositions de l'Ordonnance offriront une très grande souplesse aux sociétés émettrices dans la définition des droits et obligations attachés aux actions de préférence. Pour cette raison, et si certains articles récents appellent de leurs vœux la définition par l'administration

fiscale et les autorités publiques de règles générales⁸⁹, il nous semble que la détermination du régime fiscal applicable à ces titres ne pourra pas totalement faire l'économie d'une approche analytique consistant à étudier, au cas par cas, les droits et obligations conférés par les statuts à la société émettrice et aux porteurs des titres.

C'est ce à quoi s'est essayée récemment la Direction des vérifications nationales et internationales (DVNI) lorsque, confrontée au problème de même nature posé par les « *preferred shares* » émises par des sociétés étrangères, elle a fait connaître les éléments qu'elle entendait retenir pour déterminer au cas par cas leur régime fiscal⁹⁰. Quatre critères déterminants ressortent de cet exposé et de la pratique observée par la DVNI :

- les titres doivent être représentatifs du capital social de la société émettrice,
- la rémunération ne doit pas être fixe et sans rapport avec le bénéfice distribuable,
- le droit de vote ne doit pas être limité à la seule défense des intérêts financiers,
- enfin, s'agissant de l'attribution des actifs, un remboursement ne doit pas être prévu au gré de l'émetteur, ni un droit de priorité exister sur les actionnaires minoritaires en cas de faillite.

Les actions de préférence étant, comme les « *preferred shares* », émises « *dans un cadre contractuel souple* », il est permis de penser que l'administration fiscale s'inspirera de cette grille d'analyse lorsqu'elle aura à définir leur régime fiscal.

Toutefois, parmi les critères listés ci-dessus, certains devraient, selon nous, perdre de leur acuité pour l'analyse fiscale des actions de préférence, compte tenu des dispositions de l'Ordonnance ou des textes plus généraux du Code de commerce auxquels ces actions seront - contrairement aux « *preferred shares* » - soumises. Tel sera à notre avis le cas des deux premiers critères :

(i) les titres doivent être représentatifs du capital social de la société émettrice. Les actions de préférence émises par des sociétés françaises en application de l'Ordonnance devant par nature être représentatives d'une quote-part de capital de la société émettrice, il nous semble que le champ d'application de cette condition devrait se trouver limité au cas où les « *dividendes* »⁹¹ ne seraient pas versés au titulaire de ces actions par la société émettrice mais par une société mère ou filiale en application des dispositions de l'article L. 228-13 du Code de commerce.

⁸⁵ Sous réserve du respect de certaines limites en cas de prêts consentis par les associés et plus généralement, de l'intérêt de l'exploitation de l'entreprise débitrice.

⁸⁶ Notons que les distributions versées aux associés en 2005 peuvent en outre donner lieu au paiement d'un prélèvement exceptionnel de 25 % imputable par tiers sur l'impôt sur les sociétés dû lors des trois exercices suivants et remboursable en cas d'excédent.

⁸⁷ Cette exonération s'applique déduction faite d'une quote-part de frais et charges égale à 5 % des produits de participation, crédits d'impôt compris, ou de la plus-value réalisée, cette quote-part étant toutefois, pour les produits distribués, plafonnée au montant total des frais et charges de toute nature supportés par la société mère au cours de la période considérée.

⁸⁸ Sur ce dernier point, on relèvera que les obligations émises en euros depuis le 4 mai 1998 sont réputées émises hors de France pour l'application de l'article 131 quater précité (cf. Inst. 30 septembre 1998, 5 I-11-98). À noter également que, s'agissant d'obligations souscrites par

des sociétés associées d'États membres de l'Union européenne, l'exonération pourrait, sous certaines conditions, être revendiquée sur le fondement de l'article 119 quater du CGI.

⁸⁹ Cf. notamment « *Actions de préférence : la fiscalité saura-t-elle répondre vite au défi de l'innovation financière ?* », Patrick de Fréminet, Feuilleton Rapide des Editions Francis Lefebvre n° 55/04.

⁹⁰ Cf. intervention de Jean-Pierre Laval, colloque IACF du 13 mai 2004, « *Actualité des redressements fiscaux* ».

⁹¹ A supposer cette qualification juridiquement reconnue et la validité de telles distributions confirmée en l'absence de bénéfice distribuable de la société émettrice des actions de préférence (cf. notamment Françoise Monod, « *Trois innovations révolutionnaires pour les actions de préférence* », Capital Finance n° 728 du 2 novembre 2004, p.11)

⁹² On notera à cet égard que le mécanisme du dividende cumulatif était spécifiquement prévu par le Code de commerce (article L 228-13, al. 1^{er} ancien) pour les actions à dividende prioritaire sans droit de vote,

(ii) la rémunération des titres ne doit pas être fixe et sans rapport avec le bénéfice distribuable. En pratique, ce critère devrait également, sauf dans le cas particulier visé à l'article L. 228-13 précité, s'avérer d'une portée relativement limitée s'agissant des actions de préférence émises en application de l'Ordonnance, compte tenu de l'interdiction des clauses d'intérêt fixe et des clauses léonines prévue en droit français et dès lors que cette rémunération, même précipitaire, cumulative⁹² ou forfaitaire, sera prélevée sur le bénéfice social de la société au sens de l'article L. 232-12 du Code de commerce.

En revanche, les deux autres critères conserveront, selon nous, toute leur pertinence :

(iii) le droit de vote ne doit pas être limité à la seule défense des intérêts financiers. Ce second élément constituera, à notre sens, un des éléments clefs de l'analyse fiscale, la flexibilité reconnue aux parties par l'Ordonnance étant particulièrement étendue sur ce point (cf. ci-dessous §II.B.2).

Ainsi, s'agissant du régime d'imposition applicable aux actions de préférence détenues par des personnes morales résidentes fiscales de France et soumises à l'impôt sur les sociétés, on relèvera notamment que :

- les actions de préférence dépourvues de droit de vote ne seront pas éligibles au régime des sociétés mères, sauf aménagement des dispositions de l'article 145-6-b ter du CGI⁹³.

La question sera en revanche plus complexe, s'agissant des actions de préférence dont les droits de vote seront limités à la seule défense de leurs intérêts financiers (droits comparables à ceux reconnus aux porteurs d'obligations), ou, bien qu'identiques à ceux attachés aux actions ordinaires, seront temporairement suspendus.

Dans la première situation, l'administration fiscale sera vraisemblablement⁹⁴ tentée d'exclure de telles actions de préférence du régime des sociétés mères, alors même que la lettre de l'article 145 précité ne nous semble pas nécessairement permettre une telle exclusion.

Dans la seconde situation, il est fortement à craindre que l'administration fiscale étende sa doctrine contestable relative aux actions d'auto-contrôle⁹⁵, pour refuser l'application du régime des sociétés mères aux dividendes perçus pendant la période de suspension des droits de vote.

- s'agissant de l'éligibilité des plus-values de cession

de telle sorte que cette caractéristique ait jamais conduit quiconque à remettre en cause la nature juridique de la rémunération versée aux titulaires de telles actions.

⁹³ Ces aménagements souhaitables, d'ailleurs appelés de leurs vœux par certains auteurs (cf. notamment Patrick de Fréminet, article précité cf. note 89), viseraient en particulier à admettre au régime des sociétés mères les actions dépourvues de droits de vote, lorsque le détenteur des titres remplit par ailleurs les conditions exigées. Cf. également sur la question de l'éligibilité des dividendes d'actions de préférence au régime des sociétés mères, « *Les preferred shares : la fin d'un mythe fiscal ?* », Marie-France Vernay, Revue de Droit Bancaire et Financier, juillet-août 2004.

⁹⁴ Cf. en ce sens, Inst. adm. 4 H 4-99 du 25 juin 1999 n° 12, dans laquelle l'administration indique que « *le régime des sociétés mères s'applique aux produits des titres qui permettent à leur détenteur de participer, non seulement aux résultats, mais aussi à la gestion de l'entreprise par l'exercice du droit de vote dans les assemblées* ».

⁹⁵ cf. Inst. adm. 4-H-4-99 précitée, n° 12.

⁹⁶ sauf peut-être, à la lettre de l'article 219-I-a ter précité, dans l'hypothèse où elles auront été acquises dans le cadre d'une offre publique d'achat ou

d'actions de préférence au régime des plus-values à long terme, la question se posera naturellement de savoir si ces titres répondent à la définition de titres de participation au sens des articles 219-I-a ter et 219-1-a quinquies du CGI.

Lorsqu'elles seront dépourvues de droits de vote, on peut penser que les actions de préférence ne constitueront pas des titres de participation au plan comptable et ne pourront donc pas, en elles-mêmes, bénéficier du régime des plus-values à long terme⁹⁶.

De telles actions devraient néanmoins, selon nous, pouvoir accéder au régime des plus-values à long terme lorsque la société actionnaire détiendra par ailleurs des actions ordinaires de la société émettrice elles-mêmes éligibles au régime fiscal des titres de participation⁹⁷.

- enfin, l'éligibilité des actions de préférence privées de droit de vote (ou dont le droit de vote aura été temporairement suspendu) au régime du sursis d'imposition prévu par l'article 38-7 du CGI devrait, logiquement, pouvoir être assurée, moyennant l'extension des dispositions prévues par l'avant-dernier alinéa⁹⁸ de ce texte.

Par ailleurs et s'agissant des actions de préférence détenues par des non résidents, la réduction ou l'annulation de la retenue à la source sur les revenus distribués dépend généralement du seuil de participations détenu dans la société distributrice. À cet égard, et si certaines conventions internationales prévoient une condition de détention minimale exprimée en droits de vote⁹⁹, l'administration fiscale a indiqué, à l'occasion du commentaire de certaines conventions se référant uniquement à un pourcentage du « *capital* » de la société distributrice, que ce seuil s'entend d'une détention en droits de vote et en droits financiers¹⁰⁰ ; cette position, selon nous discutable, est reprise s'agissant de l'exonération de retenue à la source prévue par l'article 119 ter précité¹⁰¹ bien que cette contrainte ne soit pas conforme aux dispositions de la directive « mères-filiales ».

En revanche, l'existence ou la nature des droits de vote attachés aux actions de préférence devrait demeurer sans incidence sur le régime fiscal des plus-values réalisées par les non résidents dès lors que le seuil de 25 % en deçà duquel elles sont, en droit interne, exonérées en France, est défini par référence aux seuls droits dans les « *bénéfices sociaux* » de la société considérée.

- (iv) s'agissant de l'attribution des actifs, un rembour-

d'une offre publique d'échange initiée par la société détentrice des actions.

⁹⁷ On peut légitimement penser que l'administration fiscale acceptera d'étendre aux actions de préférence dépourvues de droit de vote (ou dont les droits de vote auront été temporairement suspendus) la mesure de tempérament (Cf. D. adm. 4 B 2243 n° 60) dont bénéficier, sous certaines conditions, les actions à dividende prioritaire sans droit de vote et les certificats d'investissement, lorsque lesdites actions de préférence correspondront, par leurs caractéristiques, à des instruments de capital.

⁹⁸ Cet alinéa prévoit expressément l'application du sursis d'imposition aux échanges de certificats d'investissement ou d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote et à la conversion d'actions ordinaires en actions à dividende prioritaire (ou de ces dernières en actions ordinaires).

⁹⁹ Cf. conventions entre la France et les États-Unis le 31 août 1994 et entre la France et le Japon le 3 mars 1995, article 10.2.

¹⁰⁰ Cf. inst. adm. du 19 mars 1993 (BOI 14 B-2-93 n°6) et 11 mars 1994 (BOI 14 B-1-94 n°39) relatives aux conventions conclues respectivement avec l'Allemagne et l'Italie.

¹⁰¹ D. Adm. 4 J 1334 n°42, 1^{er} novembre 1995.

sement ne doit pas être prévu au gré de l'émetteur, ni un droit de priorité exister sur les actionnaires minoritaires en cas de faillite.

Ce dernier critère devra également faire l'objet d'une attention particulière dans l'analyse fiscale des actions de préférence. L'article L 228-20 du Code de commerce pourrait, en effet, permettre de prévoir statutairement le rachat des actions de préférence sur la base d'un prix déterminé ou déterminable (cf. discussion doctrinale sur ce point §II.A.1). La question se posera alors de savoir si la promesse de rachat des actions à prix fixe n'est pas de nature à limiter, voire exonérer le porteur des titres de sa contribution aux pertes sociales. Dans l'affirmative, et si une telle clause devait être combinée avec une restriction statutaire des droits de vote attachés aux actions de préférence, les droits et obligations des porteurs d'actions pourraient être considérés comme similaires à ceux d'un porteur d'obligations.

Cette situation amènerait alors à s'interroger très sérieusement sur la nature intrinsèque d'une telle action de préférence, et partant sur son régime d'imposition. Cette interrogation serait manifestement renforcée dans l'hypothèse où cette clause de rachat prévoirait un remboursement à l'initiative de l'émetteur, cette clause se trouvant alors en contrariété directe avec le présent critère tel que défini par la DVNI.

B. Structure juridique

1. Flexibilité contractuelle des valeurs mobilières composées

Protection légale

L'innovation principale dans le domaine des valeurs mobilières composées est la création d'une catégorie juridique unique – « *les valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créances* » dont une sous-catégorie « *les valeurs mobilières donnant accès au capital* » pourra être utilisée pour réaliser un PIPE. L'Ordonnance met ainsi fin à la distinction peu pratique entre, d'une part, les régimes juridiques spécifiques des obligations convertibles en actions, obligations échangeables en actions, obligations à bons de souscription d'actions et bons de souscription d'actions et, d'autre part, les valeurs mobilières composées. Par conséquent, la relative incertitude qui entourait le régime des obligations convertibles ou échangeables en actions nouvelles ou existantes (OCEANES) n'a plus lieu d'être¹⁰². L'Ordonnance introduit le principe selon lequel une société peut émettre des titres donnant accès au capital de sa filiale comme de sa société mère (ce dernier point étant une nouveauté)¹⁰³.

¹⁰² La question était de savoir quel était le régime juridique applicable à ces valeurs mobilières, i.e. celui des valeurs mobilières composées ou l'application cumulative du régime des obligations échangeables et convertibles en actions. La pratique penchait pour le régime le moins contraignant (celui des valeurs mobilières composées) et les notes d'opération portant sur l'admission d'OCEANES l'indiquaient expressément.

¹⁰³ L. 228-93 du Code de commerce. Dans un tel cas de figure, « *[A] peine de nullité, l'émission doit être autorisée par l'assemblée générale extraordinaire de la société appelée à émettre ces valeurs mobilières et par celle de la société au sein de laquelle les droits sont exercés* ». Cette disposition ne distingue pas selon que les obligations sont échangeables en actions nouvelles ou existantes, dans ce second cas l'approbation de l'assemblée de la « *société au sein de laquelle les droits sont exercés* »

Le Code de commerce (articles L. 228-98 à L. 228-106) prévoit une série de protections spécifiques au bénéfice des porteurs de ces valeurs mobilières. Sauf disposition spécifique du contrat d'émission ou accord de la masse, l'émetteur ne pourra pas modifier sa forme ou son objet (il s'agit d'une disposition nouvelle), modifier la répartition de ses bénéfices ou amortir son capital, étant précisé que l'émetteur pourra créer des actions de préférence. En outre, l'émetteur devra assurer la protection des porteurs de ces valeurs mobilières lorsqu'il réalise les opérations suivantes : augmentation de capital avec droit préférentiel de souscription, distribution de réserves ou de prime d'émission, modification de la répartition des bénéfices, création d'actions de préférence. Trois possibilités sont ouvertes à l'émetteur : permettre aux titulaires d'exercer leurs droits (en ouvrant une période de conversion/échange en actions ordinaires), réserver les droits des porteurs au moment où ils deviendront actionnaires ou bien procéder à un ajustement du ratio de conversion/échange¹⁰⁴. L'article 174-1 du décret du 13 mars 1967 prévoit par ailleurs un ajustement obligatoire en cas de rachat d'actions au-dessus du cours de bourse. À la suite de la réforme, l'assemblée des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital n'a pas à se prononcer sur la fusion ou scission de l'émetteur, sauf stipulation contraire du contrat d'émission¹⁰⁵. Les droits de ce porteur seront exercés dans les sociétés résultant de l'opération et affectées du rapport d'échange en question. Sauf lorsque les valeurs sont émises hors de France, les porteurs sont regroupés en une masse qui jouit de la « *personnalité civile* »¹⁰⁶. L'assemblée des porteurs est appelée « *à autoriser toute modification au contrat d'émission et à statuer sur toute décision touchant aux conditions de souscription ou d'attribution de titres de capital déterminées au moment de l'émission* »¹⁰⁷.

Protection conventionnelle

Outre ces protections légales, les parties à une opération de PIPE peuvent naturellement être amenées à négocier des droits supplémentaires au bénéfice des porteurs. Ces porteurs ne sont en effet pas soumis aux rigidités du principe d'égalité entre actionnaires qui, en pratique, exclut l'attribution par une société de droits spécifiques au bénéfice de certains actionnaires d'une société cotée¹⁰⁸. Ces accords entre émetteurs et obligataires, qui ont une nature contractuelle, peuvent en pratique prévoir toute une série de droits pour ces porteurs qui souhaitent bénéficier d'une protection légitime eu égard à leur qualité de créancier. Entrent ainsi dans cette catégorie les droits au remboursement anticipé, les cas spécifiques d'ajustement du ratio de

semble peu opportune (Pierre Clermontel, Obligations échangeables : rien n'est simplifié, Les Echos, 9 septembre 2004).

¹⁰⁴ Article L. 228-99 du Code de commerce.

¹⁰⁵ Article L. 228-101 du Code de commerce.

¹⁰⁶ Articles L. 228-90 et L. 228-103 du Code de commerce.

¹⁰⁷ Les conditions de quorum et de majorité sont celles des assemblées ordinaires d'actionnaires, i.e. quorum du quart sur première convocation, aucun quorum sur deuxième convocation et vote à la majorité des voix dont disposent les porteurs présents ou représentés, conformément aux articles L. 228-103 et L. 228-98. En outre, les porteurs disposent d'un droit à communication similaire à celui des actionnaires ; toutefois ce droit est exercé par l'intermédiaire des représentants de la masse (Article L. 228-105 du Code de commerce).

conversion/ échange,¹⁰⁹ les droits spécifiques à l'information et/ou les droits de veto sur certaines opérations réalisées par l'émetteur¹¹⁰. Le contrat de souscription peut également prévoir des obligations ou restrictions à la charge des porteurs (par exemple, la subordination par rapport aux autres créanciers).

2. La flexibilité statutaire des actions de préférence

Droit de vote

L'article L. 228-11 du Code de commerce prévoit que les actions de préférence sont créées « avec ou sans droit de vote » et que celui-ci « peut être aménagé pour un délai déterminé ou indéterminable. Il peut être suspendu pour une durée déterminée ou indéterminable ou supprimé ». Cette disposition confère une grande liberté dans la détermination des conditions dans lesquelles ce droit de vote sera attribué, suspendu ou retiré aux porteurs d'actions de préférence. Toutefois, l'article L. 228-11 renvoie aux dispositions de droit commun (relatives aux actions ordinaires) pour ce qui concerne le nombre de droits de vote par action. Cela signifie notamment que le principe « une action, une voix » s'applique aux actions de préférence sauf attribution d'un droit de vote double dans les statuts à l'ensemble des actions inscrites au nominatif depuis deux ans ou plus. L'attribution d'un droit de vote multiple aux actions de préférence est donc prohibée¹¹¹. En outre, il est prévu que les actions de préférence sans droit de vote¹¹² ne peuvent représenter plus de 25 % du capital dans les sociétés cotées.

108 Généralement, les actionnaires négocient entre eux (et non pas avec la société) un pacte qui leur permettra de disposer de certains droits pécuniaires ou non. Outre que de tels pactes ne sont pas opposables à la société, il est parfois impossible de conclure de tels accords lorsqu'il n'existe aucun autre actionnaire (ou groupe d'actionnaires) important avec qui conclure. Or, cela est fréquemment le cas pour les capitalisations importantes aux États-Unis (près de 80 % des sociétés américaines ont un capital ouvert (Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, 54 J. Fin. 47 (1999)) comme en France (pour une présentation des questions juridiques en droit américain se référer à l'ouvrage d'Adolphe Berle & Gardiner Means, *The Modern Corporation and Private Property* (1932)).

109 Cf. Opération SLP/Thomson qui prévoit un cas d'ajustement intégral pour tout dividende et non pour les seules distributions exceptionnelles.

110 Les investisseurs doivent être conscients que si leur implication dans la gestion de la société va au delà de ce qui est légitime pour un créancier, ils risquent de s'exposer à une action de la part des autres créanciers en cas d'ouverture d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire. Les créanciers sociaux peuvent agir afin de faire supporter tout ou partie des dettes de la personne morale par un ou plusieurs de ses dirigeants de droit ou de fait ayant commis des fautes de gestion (comblement de passif). Le dirigeant de fait est défini généralement comme « toute personne qui, directement ou indirectement ou par personne interposée, aura, en fait, exercé la direction, l'administration ou la gestion desdites sociétés sous le couvert, ou au lieu et place de leurs représentants légaux » (cf. articles L. 246-2 et L. 245-16 du Code de commerce). Cette qualification sera retenue si la personne en cause a accompli des actes positifs de gestion traduisant une ingérence effective dans le fonctionnement du groupement. Classiquement, trois éléments constitutifs doivent être établis afin de caractériser la gestion de fait : (i) une activité positive de gestion, (ii) une activité de direction ou de gestion et (iii) une activité exercée en toute indépendance et souveraineté. *Droit et Pratique des Procédures Collectives*, éd. Dalloz 2003-2004, p. 858.

111 Il est rappelé que la SAS permet l'émission d'actions à vote multiple, étant précisé que les SAS ne peuvent pas faire appel public à l'épargne.

112 Michel Germain souligne que le calcul de ce plafond risque d'être fort délicat lorsque le droit de vote est simplement aménagé dans les statuts :

Exercice des « droits particuliers »

Les actions de préférence sont « assorties de droits particuliers de toute nature, à titre temporaire ou permanent », lesquels résultent des statuts¹¹³. Ces droits peuvent être exercés dans une filiale ou dans la société mère de l'émetteur¹¹⁴. Les porteurs d'actions de préférence peuvent notamment bénéficier de droits à l'information (périodique, accès ponctuel aux dirigeants de la société) et droits de veto (opérations significatives)¹¹⁵ adaptés aux besoins des fonds d'investissement. Selon nous, le non-respect de ces droits pourrait le cas échéant être sanctionné par le rachat forcé des actions de préférence par l'émetteur (voir ci-dessus §II.A.1). Il est usuel pour des investisseurs en capital de requérir une participation au conseil d'administration ou au conseil de surveillance. Une disposition statutaire pourra être prévue à cet effet et son application devra être compatible avec celle assurant à l'assemblée générale ordinaire le pouvoir de nommer le conseil d'administration ou le conseil de surveillance dans son ensemble. À l'image des dispositions relatives à la nomination des administrateurs représentant les salariés actionnaires,¹¹⁶ l'assemblée générale ordinaire sera en principe seule compétente pour procéder à la nomination des administrateurs ou des membres du conseil de surveillance représentant les porteurs d'actions de préférence sur proposition de ces derniers¹¹⁷. Afin d'assurer une meilleure protection des investisseurs, il est envisageable de combiner la nomination d'un ou plusieurs administrateurs ou membres du conseil de surveillance représentant les porteurs d'actions de préférence avec une règle de majorité qualifiée au sein

« la distance qui sépare la suppression du droit de vote d'un simple aménagement est si tenue que l'on voit mal que le plafond ne s'applique que dans un cas et pas dans l'autre », article précité note 10. Alain Viandier considère que « [P]our donner plein effet aux restrictions légales, il convient sans doute de prendre en compte, au titre des actions de préférence sans droit de vote, celles pour lesquelles la privation de ce droit n'est que partielle ou temporaire », article précité note 8.

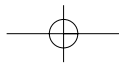
113 Pour la doctrine, les droits spécifiques accordés hier aux actions de priorité et aujourd'hui aux actions de préférence sont une manifestation du caractère relatif du principe d'égalité entre actionnaires qui ne serait applicable qu'au sein d'une même catégorie d'action. En effet, « le principe d'égalité n'est pas rompu : c'est seulement son champ d'application qui se trouve être contingenté, celui-ci devant désormais être apprécié au sein de chaque catégorie » (J.-M. Moulin, *Le Principe d'égalité dans la société anonyme*, thèse, 1999, p. 17.).

114 Article L. 228-13 du Code de commerce.

115 Cf. note 110 sur la question de la limite aux droits de veto. En outre, comme le notent justement MM. Couret et Le Nabasque (ouvrage précité note 10), l'attribution de droits de veto sur certaines opérations ou nomination de dirigeants serait susceptible de tomber sous le coup du principe de hiérarchie des organes sociaux. Toutefois, il semble que si les porteurs d'actions de préférence n'ont pas le pouvoir de bloquer la décision en question, mais simplement un droit d'obtenir le rachat de leur participation, ce principe sera sauf pour autant que la liberté de l'organe en question n'est pas entravée (i.e. le montant à verser aux actionnaires dans le cadre du rachat n'est pas de nature à remettre en cause la décision de l'organe social en question).

116 En vertu de l'article L. 225-23 du Code de commerce, lorsque les salariés détiennent au moins 3 % du capital d'une société (directement ou par l'intermédiaire de PEE ou FCPE), celle-ci a l'obligation de procéder à la nomination d'au moins un administrateur représentant cette catégorie d'actionnaires.

117 Les statuts pourront également prévoir les conséquences d'un défaut de nomination de ces représentants. L'obligation de rachat apparaît comme une sanction légitime pour autant qu'elle ne soit pas considérée comme une remise en cause de la faculté des actionnaires réunis en assemblée générale ordinaire de nommer librement les administrateurs ou membres du conseil de surveillance.



de ces organes pour tout ou partie des décisions relevant de leurs compétences, équivalent à un véritable droit de veto statutaire sur les décisions en question¹¹⁸. Il convient également de noter que conférer des « *droits particuliers* » de ce type au bénéfice de porteurs d'actions de préférence pourrait en pratique rendre plus difficile la prise de contrôle d'une société cotée par voie d'offre publique non sollicitée.

La légitimité de ces droits du point de vue de l'émetteur dépendra notamment du niveau de participation des investisseurs dans le capital et de l'importance de l'opération pour l'émetteur. L'assemblée générale extraordinaire se prononcera sur l'opération de PIPE proposée au regard de l'intérêt social de l'émetteur. En pratique, il sera recommandé au conseil d'administration ou au directoire d'une société cotée d'expliquer dans son rapport les raisons pour lesquelles des droits spécifiques sont attribués aux investisseurs.

Protection légale

Le Code de commerce prévoit un certain nombre de protections au bénéfice des actionnaires de préférence. L'autorisation des porteurs d'actions de préférence réunis en assemblée spéciale est nécessaire pour modifier leurs droits, notamment si ces modifications résultent d'une fusion ou d'une scission¹¹⁹. Les conditions de quorum et de majorité des assemblées spéciales sont celles des assemblées extraordinaires d'actionnaires¹²⁰. La loi a mis

en place un régime de contrôle du respect des droits des porteurs d'actions de préférence au terme duquel l'assemblée spéciale a la « *faculté de donner mission à un commissaire aux comptes de la société d'établir un rapport sur le respect par la société des droits particuliers attachés aux actions de préférence* », ce rapport étant « *diffusé à ces porteurs à l'occasion d'une assemblée spéciale* »¹²¹.

Les actions de préférence sont des titres de capital, leurs porteurs bénéficieront en conséquence des droits usuels de cette catégorie de titres (droit préférentiel de souscription en cas d'augmentation de capital, droit à l'information). En pratique, il sera prudent de préciser les modalités d'exercice de ces droits dans les statuts.

* *

Le nouveau régime des valeurs mobilières offre davantage de souplesse dans la conception d'une opération d'investissement dans une société cotée. Les émetteurs français pourront ainsi optimiser la gestion de leurs fonds propres en ayant recours à des modes de financement alternatifs, tels que les PIPEs. Il reste bien évidemment à clarifier quelques zones d'ombre quant à la portée de certaines nouvelles dispositions, en particulier celles concernant les actions de préférence. Espérons toutefois que ce nouveau texte nourrisse la créativité des praticiens de la finance et du droit. ■

¹¹⁸ Articles L. 225-37 (alinéa 2) du Code de commerce pour le conseil d'administration et L. 225-82 (alinéa 2) pour le conseil de surveillance.

¹¹⁹ L'article L. 228-17 du Code de commerce prévoit dans son alinéa second qu'« [E]n l'absence d'échange contre des actions conférant des droits particuliers équivalents, la fusion ou la scission est soumise à l'approbation de l'assemblée spéciale des porteurs d'actions de préférence ». En outre, l'article L. 228-16 du Code de commerce prévoit que les statuts ou l'assemblée générale extraordinaire détermine les conséquences d'opéra-

tions telles que la modification ou l'amortissement du capital sur les droits des porteurs d'actions de préférence.

¹²⁰ Quorum du tiers sur première convocation, quorum du quart sur deuxième convocation et vote à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les porteurs présents ou représentés, conformément aux articles L. 225-99 et L. 225-96.

¹²¹ Article L. 228-19 du Code de commerce.

