

Les conventions de liquidité ou comment assurer la liquidité des actions remises aux salariés des sociétés non cotées



JULIEN MOUGEL

Juriste fusions-acquisitions
BNP Paribas

La remise d'actions aux salariés et mandataires sociaux de sociétés non cotées dans le cadre de plans d'intéressement et de rémunération (stock-options, BSA, BCE et PEE (1)) présuppose la conclusion de conventions destinées à assurer la liquidité de ces actions. De telles conventions, complétant de manière contractuelle les décisions des organes sociaux, permettent en outre aux actionnaires majoritaires d'encadrer et contrôler la présence de minoritaires dans le capital de l'émetteur.

Les vertus de l'intéressement des salariés par le moyen de l'accès au capital de leur employeur ne sont plus à démontrer : en plus de lier directement la rémunération de ces salariés au sort de leur entreprise à moyen terme, et donc d'accroître leur motivation et leur fidélité, le plus souvent à des conditions financières et fiscales intéressantes, le procédé garanti aux sociétés cotées une plus grande stabilité de leur actionariat et une protection accrue contre les offres publiques «non sollicitées».

Si la plupart des instruments juridiques actuellement à la disposition des employeurs, tels que les options de souscription ou d'achat d'actions, les BSA ou encore les augmentations de capital réservées aux salariés, sont accessibles à l'ensemble des sociétés par actions, qu'elles soient cotées ou non, il faut remarquer qu'en pratique, les sociétés cotées y recourent de façon plus systématique.

Outre le fait que seules les sociétés dont les titres sont admis aux négociations d'un marché, réglementé ou non, ont un intérêt «capitalistique» à renforcer leur actionariat salarial, l'on serait de prime abord tenté de penser que le constat établi au paragraphe précédent résulte de la différence du nombre d'employés entre ces deux types de société et donc du degré structurel de «nécessité», mais aussi de complexité, à procéder à l'émission de tels instruments. Cette réalité, qui a ses limites, ne peut être considérée comme une cause autonome du phénomène, et s'avère plutôt être un simple aspect du problème de fond posé par les mécanismes de fidélisation des salariés dans les sociétés non cotées : celui de la liquidité des actions remises.

Il va de soi qu'il est de nul intérêt pour un employé de recevoir des actions de la société dans laquelle il travaille, même à un prix décoté, s'il ne se voit offrir en même temps la possibilité de les revendre à leur valeur de marché. Et même si cet employé avait bon espoir de trou-

ver un acquéreur (nonobstant le jeu d'une éventuelle clause d'agrément qui de toutes les manières aboutirait à la cession des actions), la question du financement de la souscription ou de l'acquisition des actions, en attente d'une revente prochaine, pourrait se poser si les montants considérés étaient importants (une telle question n'a pas lieu dans le cas de sociétés cotées, dans la mesure où leurs salariés et mandataires sociaux ont la possibilité de réaliser un achat-vente dans la même journée).

Certes, les salariés des filiales de sociétés cotées ont souvent la possibilité, grâce à des mesures législatives spécifiques, de bénéficier de droits ou d'instruments financiers permettant d'accéder aux actions de la société-mère cotée (voir notamment les dispositions de l'art. 208-4 de la loi du 24 juillet 1966 en ce qui concerne les plans d'option, l'art. L. 443-4 du Code du travail pour les plans d'épargne d'entreprise). Mais, d'une part, cette faculté n'est pas ouverte en ce qui concerne les BCE (pour des raisons propres à la finalité de cet instrument) et apparaît très controversée en ce qui concerne les BSA (2) ; d'autre part, un tel procédé peut ne pas répondre aux objectifs poursuivis : le lien entre la prestation du salarié et sa rémunération est très indirect, si bien qu'il ne se sent pas nécessairement plus impliqué dans la société qui l'emploie. En outre, dans les grands groupes cotés, l'extension de cette faculté à toutes les filiales pourrait poser des problèmes au niveau de la dilution en résultant dans le capital de la société-mère.

Dans ces conditions, et dans le dessein de rendre ces instruments de fidélisation plus efficaces au niveau des sociétés non cotées elles-mêmes, est apparue la nécessité de garantir au salarié la liquidité des actions qui lui sont remises, dans des conditions que nous étudierons ci-après.

Une telle garantie, qui prend la forme d'une convention, ne présente pas seulement un intérêt pour le bénéficiaire de l'intéressement, mais encore pour la société elle-

même et ses actionnaires majoritaires, qui pourront y introduire des dispositions visant à «gérer» la présence d'actionnaires minoritaires.

I Plans d'intéressement des salariés par remise d'actions et cadre juridique de la mise en place de la liquidité

Nous évoquerons en premier lieu les différents instruments d'intéressement ouverts aux sociétés non cotées, tout en précisant qu'il ne s'agit pas ici d'exposer en détail le régime juridique de chacun d'entre eux ou encore d'en comparer les caractéristiques ; plusieurs auteurs se sont au demeurant déjà consacrés à cet exercice fondamental (3). Nous nous attacherons plutôt à préciser dans quel cadre juridique peut intervenir la mise en place de la liquidité.

A Les Plans d'épargne d'entreprise (PEE)

Une société non cotée peut proposer à ses salariés un PEE dans les conditions des articles L. 443-1 et suivants du Code du travail (4). Nous rappellerons à cet égard que l'affectation des fonds versés au PEE doit satisfaire les conditions de composition et de liquidité posées par les articles L. 443-3 et L. 443-4 du Code du travail (voir ci-dessous).

Dans notre hypothèse, l'opération consisterait à réaliser dans le cadre d'un PEE une augmentation de capital réservée aux salariés de la société non cotée.

Dans la mesure où le PEE est ainsi prévu pour être investi en tout ou partie dans les actions de la société, il conviendra de respecter les dispositions du deuxième alinéa de l'article L. 443-4, qui dispose qu'il peut être dérogé à la règle obligeant à placer les fonds reçus dans le PEE en Sicav ou en FCPE ne comportant pas plus de 10 % des titres de l'entreprise ou d'une société du groupe (5) en affectant les sommes recueillies à un seul fonds commun de placement d'entreprise. Dans ce cas, l'actif du fonds doit comporter au moins un tiers de titres liquides.

• Il résulte de cette disposition que, lorsque aucune forme de placement alternatif n'est offerte :

– l'institution d'un FCPE est obligatoire pour recueillir les actions de la société ;

– dans la mesure où plus de 10 % de l'actif du FCPE est investi en titres de l'entreprise ou d'une entreprise du même groupe (6), il est nécessaire qu'au moins un tiers de l'actif du FCPE soit «liquide».

Depuis la loi du 25 juillet 1994 et le décret du 20 septembre 1995, une telle liquidité ne peut plus être obtenue par des engagements de rachat de la part d'actionnaires de la société concernée. En effet, désormais, seules les actions et parts d'Opcvm ou les valeurs mobilières qui sont négociées sur un marché réglementé de fonctionnement régulier sont considérées comme liquides.

Ces dispositions impliquent que le FCPE pourra au plus être investi à hauteur des deux tiers dans les actions non cotées de la société.

En outre, la Cob, dans son instruction sur les FCPE en date du 3 février 1998, préconise aux entreprises et aux sociétés de gestion de mettre en place, dans tous les cas, un mécanisme assurant la liquidité des titres non cotés.

Cette recommandation, donnée à l'article 3.3 du b) de la recommandation, se mue en quasi-injonction à la ligne suivante : les mécanismes de liquidité doivent être mis en place par les sociétés de gestion et les entreprises.

En pratique, et dans le dessein de recevoir l'agrément de la Cob sur le FCPE, il conviendra d'assurer la liquidité des actions non cotées en recourant à l'un des mécanismes indiqués par la Cob (7).

C'est dans ce contexte que l'actionnaire majoritaire de la société mettant en place le PEE va conclure une convention de liquidité avec la société de gestion du fonds. La Cob précise que dans cette hypothèse, le prix d'exercice des rachats... est le prix des règles d'évaluation fixées par le règlement du fonds.

Il résulte de ce développement que la mise en place d'un PEE incluant des titres non cotés est relativement lourde, nécessitant d'une part, l'instauration d'un FCPE et l'obtention d'un agrément de la Cob, et d'autre part, la garantie d'un Opcvm ou d'un actionnaire lui-même contre-garanti par un Opcvm.

Une telle formule ne peut donc en pratique s'envisager que pour les sociétés non cotées atteignant une taille permettant «d'amortir» les coûts de mise en place. Plus vraisemblablement, ce schéma sera mis en place sous la forme d'un PEE multi-entreprises entre sociétés non cotées d'un même groupe.

• Si, au contraire, un placement alternatif est offert aux salariés, remplissant les conditions de liquidité posées par l'article L. 443-4 du Code du travail, il est alors possible d'inclure dans le PEE un volet «actions de la société» – par hypothèse non cotées – lesquelles pourront être souscrites par les salariés directement ou par le biais d'un FCPE.

Dans cette hypothèse, bien que cela n'apparaisse pas strictement nécessaire, une convention de liquidité conclue entre un ou plusieurs actionnaires majoritaires et les salariés et/ou la société de gestion du FCPE devra logiquement être signée de manière à rendre attractive la souscription des titres de la société.

B Les Bons de souscription autonomes (BSA) et les Bons de créateur d'entreprise (BCE)

Ces deux instruments sont ici regroupés dans la mesure où la problématique qu'ils posent en termes de liquidité des actions sous-jacentes est identique (8).

Les BSA et les BCE sont des instruments financiers pouvant être émis par des sociétés non cotées (9) au profit de leurs salariés :

• dans le cas des BSA, ceci résulte, non pas d'un détournement, mais au moins d'un emploi particulier que l'on fait de ces bons, que rien ne rattache a priori à l'intéressement salarial. Leur emploi présuppose donc une émission spécifiquement réservée aux salariés, ce qui implique de la part de l'assemblée générale extraordinaire de la société la suppression du droit préférentiel de souscription au profit des salariés bénéficiaires des bons (art. 339-5 de la loi du 24 juillet 1966) ;

• les BCE, quant à eux, ont été spécialement conçus pour permettre l'attribution d'actions aux salariés de certaines sociétés remplissant les conditions fixées par le législateur, cette attribution s'effectuant selon des modalités semblables à celles des BSA (10) (art. 163 bis G du

Code général des impôts) – ce qui implique donc également la suppression du droit préférentiel de souscription.

Dans les deux cas, l'assemblée générale extraordinaire statue au vu des rapports du conseil d'administration/du directoire et des commissaires aux comptes.

Sauf l'identité des bénéficiaires dans le cas de BSA et des BCE (11) et peut-être le montant du prix de souscription dans le cas de l'émission de BCE (12), les modalités de l'émission des bons sont en pratique déléguées au conseil d'administration ou au directoire de l'émetteur.

Ces modalités comprennent notamment le prix de souscription avec quelques réserves pour le BCE, le délai de souscription (avec un maximum de cinq ans à compter de l'attribution des bons)...

Dans ce contexte, une question souvent posée en pratique consiste à savoir quelles modalités particulières doivent être décidées par le conseil d'administration ou le directoire de l'émetteur, et quelles modalités doivent plutôt être insérées dans les conventions de liquidité.

D'une manière générale, l'organe compétent de l'émetteur devra statuer sur toutes les modalités qui tiennent aux caractéristiques ou à l'exercice même des bons. Ainsi, il appartient au conseil d'administration ou au directoire de déterminer toutes les conditions ou les événements pouvant affecter, empêcher ou suspendre l'exercice des bons. Ces dispositions seront par nature opposables par la société elle-même, aussi le bénéficiaire ne pourra-t-il pas y déroger frauduleusement (c'est-à-dire qu'il ne pourra pas par exemple exercer les bons pendant une période d'indisponibilité décidée par le conseil d'administration, éventualité que l'on ne pourrait exclure si cette même période d'indisponibilité avait été prévue dans la convention de liquidité).

En revanche, le conseil d'administration ou le directoire ne seront à notre avis pas compétents pour insérer par exemple une clause d'incessibilité des BSA attribués aux salariés, une telle disposition étant contraire à la négociabilité des BSA (13).

Nous conseillons donc de faire délibérer le conseil d'administration uniquement sur les modalités intéressant les caractéristiques essentielles, les conditions d'exercice, les ajustements du prix de souscription des bons, dont on souhaite qu'elles soient opposables par la société elle-même et non susceptibles de «violation» de la part des bénéficiaires. En contrepartie, il va de soi que ces modalités seront applicables de la même manière à l'ensemble des bénéficiaires d'une même émission, contrainte que l'on ne retrouve pas dans le cadre des conventions de liquidité.

Parmi toutes les modalités susceptibles de figurer dans la décision (ou le plan) d'émission des bons, l'une mérite sans doute un développement particulier : peut-on stipuler que la faculté d'exercice des bons sera caduque en cas de perte par un bénéficiaire donné de sa qualité de salarié ou de dirigeant ? Autrement dit, peut-on subordonner l'exercice de valeurs mobilières à la qualité de leurs titulaires ?

Cette question est très peu abordée en doctrine et, à notre connaissance, seuls François-Denis Poitral et Jean-Claude Parot y ont apporté une réponse : selon eux, rien (c'est-à-dire aucun texte) n'interdit l'insertion d'une telle disposition dans les plans d'émission de BCE ou de BSA (14).

Une telle disposition se comprend – et se justifie pleinement – dans le cas des BCE, dont la «fonction» est précisément d'être attribués aux salariés. Pour autant, la

déchéance de la faculté d'exercice en cas de rupture du contrat de travail ne va pas de soi, et devra être expressément prévue dans le plan d'octroi pour pouvoir s'appliquer.

Dans le cas des BSA, en revanche, cette disposition pourra être source de difficultés. Sur la validité juridique d'une telle clause, nous nous prononcerons également favorablement : elle ne porte nullement atteinte à l'intérêt social de la société, ni aux droits et intérêts de ses actionnaires (au contraire, elle aura pour effet de réduire la dilution causée par l'exercice des bons). Quant aux titulaires eux-mêmes, ils auront implicitement accepté cette modalité en adhérant au plan d'émission des BSA. Dans la mesure où la nullité d'actes ou de délibérations [...] ne peut résulter que de la violation d'une disposition impérative de la [loi du 24 juillet 1966] ou de celles qui régissent les contrats (art. 360 deuxième alinéa de la loi du 24 juillet 1966), on ne voit pas quel argument pourrait être retenu contre la validité d'une telle modalité.

Le risque se situe plutôt au niveau d'une éventuelle requalification fiscale des BSA en rémunération. Naturellement, il est permis de réserver les BSA aux salariés ; la requalification n'est opérée que lorsqu'il est établi que les BSA sont des éléments de la rémunération. Or il est bien connu des praticiens que l'administration fiscale se montre assez suspicieuse au sujet de l'octroi de BSA aux salariés et s'appuie sur tous éléments susceptibles d'établir une corrélation directe entre l'octroi des BSA et la qualité de salarié (mention dans le contrat de travail, récurrence de l'octroi des BSA, octroi conditionnel des performances du salarié...) (15).

Dans ce contexte, nous craignons que la clause étudiée puisse constituer aux yeux de l'administration un indice de cette volonté de compléter la rémunération du salarié, indépendamment des arguments qui pourraient alors lui être opposés (16).

C Options de souscription ou d'achat d'actions

L'utilité des conventions de liquidité est sans doute maximale dans le cas des stock-options. Ceci résulte d'une part du fait que ce sont les instruments majoritairement utilisés dans les sociétés non cotées, et d'autre part de la rigidité relative de la réglementation afférente à l'octroi des stock-options.

Comme indiqué précédemment en ce qui concerne les bons, le plan d'options devra préciser toutes modalités particulières du plan en ce qui concerne l'existence et l'exercice des options. De manière plus spécifique, le plan d'options pourra également prévoir une clause d'interdiction de vente immédiate des actions «levées», et ce pendant une durée d'au plus trois ans à compter de la souscription ou de l'achat des actions considérées (art. 208-1 alinéa 2 et 208-3 alinéa 2 de la loi du 24 juillet 1966).

L'incessibilité des stock-options elles-mêmes ne pose pas de difficulté particulière, celle-ci étant de droit dans la mesure où les options constituent un droit attaché à la seule personne du salarié bénéficiaire (17).

Concernant la caducité des options en cas de perte de la qualité de salarié ou de dirigeant, celle-ci est tout à fait valide pourvu qu'elle ait été expressément prévue dans la décision d'octroi ou dans le plan d'options (18).

Une modalité particulièrement importante du plan réside naturellement dans la ou les périodes d'exercice

des options. Un délai d'indisponibilité juridique est souvent prévu, lequel peut être calqué sur le délai d'indisponibilité fiscale de manière à éviter que la société ne paie les charges sociales relativement lourdes associées à une levée des options en cours de période d'indisponibilité fiscale (19). Pour autant, la stipulation d'une telle indisponibilité n'est pas toujours souhaitable dans les sociétés non cotées : dans certains cas, en effet, la perspective d'une rémunération, certes attractive, mais lointaine (actuellement cinq ans), peut tempérer le bénéfice de motivation que l'employeur escompte en mettant en place le plan d'options. Il est donc possible, après un arbitrage effectué entre coût des levées éventuelles en cours de période d'indisponibilité et impact sur la motivation, de ne stipuler qu'une brève période d'indisponibilité juridique (voire de n'en point stipuler du tout), permettant ainsi aux bénéficiaires, au prix d'une taxation alourdie, de réaliser plus rapidement leur plus-value éventuelle.

Quant aux périodes d'exercice, celles-ci devront être calibrées en fonction des objectifs poursuivis : veut-on offrir aux titulaires une grande souplesse et leur ouvrir plusieurs fenêtres d'exercice par an (voire une faculté d'exercice à tout moment à partir d'une date donnée) ? ou cherche-t-on plutôt à réduire les charges administratives, en termes de coût et de formalités, associées à chaque levée d'options et ne permettre celles-ci que pendant une période unique ou très peu renouvelée ? Ces questions s'étudient naturellement au cas par cas ; pour autant, les objectifs de motivation et de fidélisation poursuivis commandent une relative souplesse avec des possibilités de levée assez récurrentes.

En tout état de cause, il ne nous semble pas souhaitable d'introduire des dispositions participant d'une trop grande potestativité de la part de l'émetteur : la faculté d'exercice des options relative à un plan donné doit certes pouvoir être suspendue par l'émetteur – en la personne du président du conseil d'administration, ou, de manière préférable, par le conseil lui-même – lors de circonstances particulières (telles que des opérations affectant le capital de la société émettrice), cependant ces circonstances doivent être déterminées ou déterminables aux termes du plan d'options. La suspension des levées se trouve ainsi encadrée, et ne résulte pas d'une décision arbitraire de l'émetteur.

II Contenu des conventions de liquidité

La convention de liquidité relève du droit privé contractuel et se trouve juridiquement distincte du plan d'épargne, d'options ou de bons (ci-après «le plan») mis en place par l'émetteur. Distincte ne signifie pas pour autant autonome ; au contraire, il conviendra de lier les conventions de liquidité au plan pour en accroître la sécurité juridique.

Ce lien interviendra à plusieurs niveaux dans la rédaction de la convention de liquidité :

- en premier lieu, la conclusion du plan et donc la livraison éventuelle des titres de l'émetteur constituent la cause – au sens civiliste du terme – de la convention de liquidité. Cette circonstance ressortira du préambule de la

convention et pourra avoir un impact en cas de remise en cause de la validité du plan ;

- en deuxième lieu, et pour des raisons de sécurité évidentes, la convention de liquidité devra être conclue avant l'offre du plan à ses bénéficiaires (c'est-à-dire avant la décision d'octroi par le conseil d'administration), sous condition suspensive de la conclusion de ce plan (20) ;
- en troisième lieu, le contenu de la convention de liquidité devra se compléter parfaitement avec celui du plan, de sorte que l'ensemble constitue un tout homogène et cohérent.

Plus spécifiquement, l'émetteur devra réfléchir au moins à chacune des modalités suivantes :

A Nombre de conventions

D'une manière générale, nous conseillons de conclure autant de conventions que de bénéficiaires, plutôt que de conclure une convention multipartite. Ceci permet (i) d'isoler les risques quant à la validité juridique des conventions, (ii) de préserver la confidentialité afférente aux bénéficiaires du plan, et (iii) de pouvoir personnaliser les dispositions des conventions de liquidité en fonction des bénéficiaires ou des catégories de bénéficiaires.

B Parties à la convention

Que le bénéficiaire du plan signe lui-même la convention est évident ; le doute est en revanche permis en ce qui concerne la personne offrant la liquidité («le garant»).

Il apparaît tout d'abord peu probable (et du reste peu recommandable) de faire intervenir à la convention un tiers à la société, notamment en raison de la présence probable d'une clause d'agrément dans les statuts de la société qui alourdirait au moins la première procédure de cession. En outre, ce tiers, ou tout actionnaire minoritaire, devrait lui-même, pour des raisons de sécurité, être lié à l'actionnaire majoritaire par une convention secondaire.

Ensuite, il ne semble pas possible de retenir la société émettrice elle-même, dans la mesure où le fondement juridique autorisant le rachat de ses propres actions fait défaut. En effet, l'émetteur n'étant par hypothèse pas admis aux négociations d'un marché réglementé, le rachat de ses propres actions ne peut être autorisé qu'en application de l'article 217-1A [réduction de capital non motivée par les pertes] ou de l'article 217-1 [participation des salariés et livraison des actions dans le cas d'options d'achat] de la loi du 24 juillet 1966. Au cas de figure, aucun de ces deux articles ne pourra valablement s'appliquer (21).

En conséquence, il apparaît que la seule personne susceptible de cosigner les conventions de liquidité est l'actionnaire majoritaire de la société émettrice (ou plusieurs d'entre eux) : ceci suppose naturellement qu'aucun pacte d'actionnaires extérieur susceptible d'entraver de tels mouvements n'ait été signé (en revanche, nulle clause d'agrément statutaire ne peut y faire obstacle en société anonyme). L'actionnaire majoritaire est ainsi le garant de la liquidité des actions remises, son intérêt à agir – en termes d'intérêt social – ne posant pas de difficultés particulières.

C Modalités du rachat des actions aux bénéficiaires

Ce thème constitue l'objet principal de la convention ; il conviendra de lui accorder un soin particulier dans la mesure où une imprécision de rédaction peut se traduire, comme indiqué précédemment, par l'échec du rachat des actions et l'inamovibilité d'actionnaires minoritaires.

Dans tous les cas, il conviendra de s'assurer que le retour des actions auprès du garant puisse se faire autant à l'initiative du bénéficiaire qu'à celle du garant. Ce retour sera accompli par l'exercice de promesses de vente et d'achat qui seront consenties dans la convention de liquidité.

Le bénéficiaire consentira ainsi au garant une promesse de vente portant sur l'ensemble des actions susceptibles d'être acquises à l'occasion du plan, exerçable – selon les termes qui seront retenus dans la convention – en une ou plusieurs fois à l'instigation du garant.

En parallèle, le garant consentira au bénéficiaire une promesse d'achat, également exerçable en une ou plusieurs fois, selon la formule qui aura été retenue dans la convention, à l'initiative du bénéficiaire.

Une attention particulière devra être portée aux périodes d'exercice des promesses ainsi qu'à leur durée. De manière extrême, il pourra être prévu que le rachat des actions sera automatique dès la levée des actions par le bénéficiaire. A défaut, il faudra «gérer» la présence des bénéficiaires dans les assemblées générales de la société.

En tout état de cause, rien n'oblige à respecter le moindre parallélisme entre la promesse consentie par le bénéficiaire et celle consentie par le garant. Les périodes, les conditions ainsi que le prix peuvent différer du tout au tout à la faveur de la grande liberté contractuelle offerte dans les sociétés non cotées.

Dans cet ordre d'idée, il sera par exemple possible de préciser, dans le dessein d'améliorer la visibilité des bénéficiaires et ainsi la gestion patrimoniale de leurs titres, que la promesse de vente ne pourra être exercée par le garant que lors de la survenue de certains événements, tels que le déclenchement d'une restructuration de la société, une variation de capital, un projet de cession de contrôle, et avant toute chose, la rupture du contrat de travail ou la cessation du mandat social du bénéficiaire.

Quelle que soit l'option retenue, le schéma mis en place devra être, du point de vue de l'actionnaire majoritaire, sécurisant de sorte qu'il puisse récupérer l'intégralité des actions octroyées aux bénéficiaires dans toutes les circonstances (i) nécessitant un contrôle total du capital et des droits de vote de la société ou (ii) dans lesquelles il pourra suspecter que le bénéficiaire se montre hostile à la gestion menée. Du point de vue des bénéficiaires, le schéma devra faire preuve de souplesse et leur permettre régulièrement de sortir du capital, notamment avec une relative visibilité en ce qui concerne le prix de revente.

Concernant précisément les prix de revente et de rachat des actions des bénéficiaires, les aspects suivants méritent d'être soulignés. La liberté des négociations étant quasi totale en ce qui concerne les titres des sociétés non cotées (22), il sera loisible à l'émetteur de négocier avec les bénéficiaires des conditions de rachat ou de revente différentes, pouvant varier en fonction :

- des bénéficiaires eux-mêmes ;

- de l'instigateur de la cession (c'est-à-dire de celui qui lève son option) (23) ;
 - de la durée pendant laquelle le bénéficiaire a participé au plan : dans ce cas, un prix de cession croissant peut être utilisé comme instrument de fidélisation des bénéficiaires ;
 - des performances de la société (voire de la division) dans laquelle opère le bénéficiaire ;
 - de circonstances particulières (telles que la démission, le licenciement, la faute lourde, le décès...) ;
- ou selon des modalités croisant plusieurs de ces paramètres.

La détermination de ce prix constitue souvent la question la plus délicate dans la construction de la convention de liquidité. Dans la mesure où il n'existe pas de marché organisé pour les actions de l'émetteur, la valeur vénale de ces actions devra être déterminable aux termes du contrat de liquidité, selon des critères à définir par les parties.

Une première solution consiste à recourir d'emblée à l'appréciation d'un expert indépendant : une telle procédure est onéreuse et se conçoit principalement pour les plans de grande envergure où les périodes d'exercice sont très encadrées. Dans ce dernier cas en effet, il est envisageable de faire travailler l'expert avant l'ouverture de la période de souscription, de sorte qu'il rende son rapport et communique son prix aux bénéficiaires et au garant en temps utile pour leur prise de décision. A la faveur de l'indépendance de l'expert, sa décision pourra être prévue comme non susceptible de recours, qualité qui ne pourra pas être reproduite dans les autres schémas de détermination du prix.

Il est à cet égard recommandé d'encadrer ou de guider le travail de l'expert, en indiquant dans son mandat initial les critères, voire les méthodes d'évaluation, que celui-ci devra retenir dans le cadre de ses estimations périodiques.

Le recours à l'expert pourra également être adapté aux sociétés à fort potentiel de croissance (telles que les start-up) dont l'évaluation ne peut s'effectuer à partir de méthodes traditionnelles comme l'actif net réévalué, le PER ou encore le *discounted cash flow*. Le recours à une expertise sera alors nécessaire aux fins d'apprécier la société dans son environnement économique et au regard de ses perspectives de croissance (24).

Une seconde solution, plus traditionnelle, consiste à inscrire dans le plan la ou les formules qui seront applicables à l'occasion du calcul des prix de cession. Ces formules pourront être la transcription de méthodes d'évaluation classiques (comme celles rappelées ci-dessus), la conjugaison de plusieurs de ces méthodes, ou, dans un état d'esprit différent, établir un système de multiples par rapport au prix de souscription ou d'acquisition.

Cette dernière hypothèse traduit de fait une approche différente, au sujet de laquelle il convient de s'interroger lors de la mise en place du plan : un prix de revente garanti constitué par un multiple du prix de souscription déconnecte l'opération de la valeur réelle des actions sous-jacentes. Ce système est plutôt favorable aux bénéficiaires dans la mesure où leur plus-value est garantie (et où leur éventuelle perte se limite à un simple coût d'opportunité en cas de forte hausse de la valeur des actions) ; il atteindra donc sans doute son

objectif de fidélisation. Cependant, par construction, il n'associe pas la rémunération des bénéficiaires aux performances de la société, si bien que l'impact en terme de motivation sera moindre. En outre, il faudra veiller à ce que les multiples retenus ne soient pas trop fortement déconnectés de l'avenir raisonnable de sorte à éviter un éventuel redressement fiscal lié à un acte anormal de gestion. C'est pourquoi nous préconisons plutôt de prévoir des prix de cession corrélés à la valeur vénale des actions.

D Financement de la souscription ou de l'achat des actions

Il est possible de proposer aux bénéficiaires, ou à certains d'entre eux, une possibilité de financement pour leur permettre de souscrire ou d'acquérir les actions sous-jacentes du plan. Cette modalité sera très appréciée des bénéficiaires qui ne devront pas supporter le « coût » des actions obtenues (à l'instar des bénéficiaires d'actions cotées).

La personne facilitant le financement ne doit pas nécessairement être celle qui garantit la liquidité des titres. Au contraire, un actionnaire ou un tiers, à moins qu'ils ne soient agréés en qualité d'établissements de crédit, n'ont pas vocation à octroyer de tels prêts. En effet, si ces prêts se répétaient à grande échelle, il pourrait être reproché à ces sociétés d'enfreindre le « monopole des établissements de crédit » : il est interdit à toute personne autre qu'un établissement de crédit d'effectuer des opérations de banque à titre habituel (art. 10 alinéa premier de la loi du 24 janvier 1984), l'opération de crédit étant une opération de banque. Peu importe à cet égard que les prêts soient consentis dans l'intérêt social du groupe et de celui de ses salariés. On rappelle que la sanction est de nature pénale (art. 75 et 84-1 de la loi du 24 janvier 1984).

La seule personne pouvant à notre sens légitimement avancer les fonds nécessaires à la souscription ou à l'acquisition est la société émettrice elle-même. Ce financement peut prendre la forme soit d'un paiement différé consenti au salarié (formule parfois retenue dans le cas des PEE en vertu de la faculté ouverte par l'art. 186-3 al. 4 de la loi du 24 juillet 1966), soit de l'avance effective des fonds aux bénéficiaires.

Cette dernière hypothèse est expressément visée à l'article 217-9 de la loi du 24 juillet 1966 qui dispose, par exception, qu'une société peut avancer des fonds, accorder des prêts [...] en vue de la souscription ou de l'achat de ses propres actions par un tiers dans le cadre d'opérations effectuées en vue de l'acquisition par les salariés d'actions de la société ou de l'une de ses filiales (25).

Il convient de s'interroger sur la compatibilité de ce texte avec l'article 10 de la loi du 24 janvier 1984. Il nous semble que la licence de l'article 217-9 doit permettre aux émetteurs de consentir des avances ou des différés de paiement à leurs salariés, dans le cadre de plans déterminés. Ainsi, ne présenteraient pas le caractère habituel visé à l'article 10 de la loi bancaire de 1984 les opérations ponctuelles n'impliquant que les salariés et dirigeants sociaux de l'émetteur. Cette interprétation paraît logique si l'on veut que l'article 217-9 produise ses effets et trouve à s'appliquer aux sociétés n'ayant pas été agréées en qualité d'établissements de crédit (26).

Les modalités du prêt devront être ajustées à celles de la déchéance, de la caducité, voire de l'évolution, du droit aux actions du plan, de sorte à ne pas accorder de facilités financières à un salarié « déchu » de ses droits.

Le prêt, dans la mesure où il est consenti par l'émetteur, devra être conclu soit par convention séparée entre la société et le bénéficiaire, soit au sein de la convention de liquidité par intervention de la société à l'acte. Il prendra effet au moment de l'achat/de la souscription, et donnera lieu à remboursement peu après la cession des actions ou à périodes déterminées (ce qui restreint quelque peu le bénéficiaire dans la liberté d'exercice de la promesse d'achat).

E Mise sous séquestre des actions

Il pourra être prévu, à titre de sécurité supplémentaire, que les actions objets du plan feront l'objet d'une mise sous séquestre – ou plus précisément d'un dépôt – auprès d'un tiers (27).

Le séquestre aura pour finalité de garantir la bonne exécution des promesses de vente et d'achat, et particulièrement la livraison des actions sous-jacentes, notamment en cas de décès du bénéficiaire ou de survenue d'un conflit avec ce dernier.

Il serait tentant, à ce stade, d'organiser un mandat de vote au profit du tiers séquestre, lequel devrait – dans les sociétés anonymes – en application de l'article 161 de la loi du 24 juillet 1966, être actionnaire de l'émetteur (28). Ce système permettrait à l'émetteur de minimiser les risques associés à la présence d'actionnaires minoritaires dans son capital. Pour autant, la licéité d'un tel mandat de vote serait fort contestable et ce dernier risquerait d'être qualifié de convention de vote illicite (29).

F Décès du bénéficiaire

L'hypothèse du décès du bénéficiaire devra enfin toujours être visée dans la mesure où elle peut générer des difficultés considérables si le décès survient pendant la période où le bénéficiaire détient effectivement les actions (30).

À titre de prudence, il conviendra, dans la décision des organes délibérants – et non dans la convention de liquidité – de prévoir, quand cela est possible, la caducité du droit d'exercice des bons en cas de décès des bénéficiaires.

Le complément de cette modalité se trouvera dans la convention de liquidité et couvrira (i) les situations dans lesquelles la clause de caducité susmentionnée ne pourra être valablement stipulée (dans le cas des stock-options notamment) et (ii) l'hypothèse où le bénéficiaire serait déjà propriétaire des actions au moment du décès. Il sera ainsi prévu l'exercice de plein droit au moment du décès de la promesse de vente des actions au profit du garant, de sorte que les actions concernées ne soient à aucun moment attribuées aux héritiers (31). Dans le cas des stock-options, un aménagement devra toutefois être prévu, dans la mesure où les options pourront être exercées par les héritiers plusieurs mois après le décès : il pourra ainsi être prévu que la promesse jouera dès la création ou la cession des actions sous-jacentes.

* *
*

Nous n'avons naturellement mis en exergue que les aspects fondamentaux de telles conventions, sachant que beaucoup d'autres pourraient également y être traités. Il sera notamment loisible aux rédacteurs de prévoir, à défaut de séquestre, l'inaliénabilité des actions remises aux sala-

riés (résultant mécaniquement de la conclusion des promesses de vente et d'achat), la faculté du garant de se substituer une société de son groupe, le sort de la convention en cas de cession de contrôle de la société par l'actionnaire majoritaire ou encore la caducité de la convention en cas d'introduction en bourse de l'émetteur. Enfin, les conventions de liquidité pourront être conclues avec des objectifs plus étendus. ■

(1) BSA : Bons de souscription autonomes ; BCE : Bons de créateur d'entreprise ; PEE : Plan d'épargne d'entreprise.

(2) Voir notamment l'opinion défavorable de MM. Mercadal et Janin dans le *Mémento des sociétés commerciales*, de F.-D. Poitral et J.-C. Parot, *Banque Magazine* n° 611 de février 2000 p. 78-90 ; pour un avis favorable, voir Jacques Mestre, *Lamy sociétés commerciales*.

(3) Voir notamment dans une approche comparative F.-D. Poitral et J.-C. Parot, *Banque Magazine* n° 611 de février 2000 p. 78-90, F. Monod, *Option finance* n° 601 du 19 juin 2000 p. 31-37.

(4) Le respect de ces dispositions s'impose afin que les bénéficiaires du PEE, en tant que contrat collectif réglementé, puissent bénéficier des régimes fiscaux et sociaux de faveur prévus par le législateur.

(5) Société liée à la société instituant le PEE au sens de l'article 208-4 de la loi du 24 juillet 1966.

(6) Cf. note précédente.

(7) Brièvement résumé, il s'agit soit de l'engagement par la société de gestion de rechercher un acquéreur ainsi que la possibilité pour la société de gestion de céder les actions à un prix différent de celui résultant de l'application des règles d'évaluation, soit d'une garantie de rachat par une personne qui doit être un Opcvm ou bénéficiaire d'une contre-garantie de la part d'un Opcvm.

(8) On peut dès lors discuter l'opinion selon laquelle «les BCE sont des BSA dont les titulaires bénéficient d'un régime fiscal privilégié», comme l'écrit Françoise Monod, op. cit. Il nous semble en effet que le législateur a entendu instituer une nouvelle catégorie d'instrument financier, différent du BSA en plusieurs aspects.

(9) Les BSA peuvent également être émis par des sociétés cotées et les BCE peuvent l'être par des sociétés admises au Nouveau marché ou marché européen équivalent.

(10) Il existe cependant, comme nous l'indiquons plus haut, des différences d'importance notable entre les BCE et les BSA, notamment en ce qui concerne les sociétés pouvant les émettre, les personnes qui peuvent en être bénéficiaires, l'organe compétent pour fixer leur prix de souscription, leur fiscalité... Sur tous ces points, voir la contribution déjà citée de F.-D. Poitral et J.-C. Parot, *Banque Magazine* n° 611 de février 2000 p. 78-90.

(11) La suppression du droit préférentiel de souscription ne peut se faire qu'au profit de personnes dénommées lorsque l'émission considérée ne se fait pas par appel public à l'épargne (rapprochement des art. 186-1 et 186-3 de la loi du 24 juillet 1966).

(12) La possibilité de déléguer au conseil d'administration la faculté de fixer le prix de souscription est en effet très controversée : l'article 163 bis G-III du CGI semble en effet en réserver la compétence exclusive à l'assemblée générale. Dans ce sens : MM. Poitral et Parot, op. cit. ; avis du comité juridique de l'ANSA n° 3026 bis de mars-mai 2000. D'un autre côté, la rédaction imprécise de cet article 163 bis G et le renvoi au droit commun des valeurs mobilières sème le doute ; le service de la législation fiscale lui-même, dans son *Bulletin BOI* 5 F - 13 - 98, admet la faculté de déléguer cette modalité au conseil d'administration. Nous pensons qu'en la matière, un peu de souplesse serait la bienvenue.

(13) Concernant les BCE, cette inaccessibilité résulte expressément de l'article 163 bis G-I du CGI. Nous ne partageons pas l'opinion de Mme Monod (op. cit.) qui estime que la cession des BCE est possible, au prix d'une requalification fiscale pour la société et le bénéficiaire. Une telle cession, violant une disposition impérative de la loi, nous semble devoir être frappée de nullité.

(14) Op. cit.

(15) Voir à ce propos les deux articles de Natasha Andermahr, *Option finance* les 21 décembre 1998 et 25 janvier 1999, resp. p. 39 et 21.

(16) Il pourrait bien sûr être répondu que la motivation de la disposition réside principalement dans le désir ne pas associer au capital une personne désormais étrangère – voire travaillant pour un concurrent – à la société émettrice. Certes ce risque sera théoriquement couvert par les conventions de liquidité, mais celles-ci peuvent n'être pas respectées.

(17) «Les droits résultant des options consenties sont incessibles jusqu'à ce que l'option ait été exercée» (art. 208-7 alinéa 2 de la loi du 24 juillet 1966).

(18) CA Paris 6 novembre 1997, *Bull. Joly* 1998 p. 112.

(19) Il est toutefois rappelé que le paiement de ces charges sociales n'est dû qu'en cas de cession des actions correspondantes dans un délai de cinq ans à compter de l'attribution des options. Ce risque pourra être évité grâce à une clause d'incessibilité temporaire des actions levées ou par une disposition spéciale figurant dans les conventions de liquidité.

(20) Agir autrement exposerait l'émetteur au risque que certains bénéficiaires du plan refusent de signer la convention de liquidité ; l'émetteur ne pourrait alors plus revenir en arrière, ni annuler un plan opposable à la société et à ses organes délibérants. Une autre possibilité, moins souhaitable à notre avis, consisterait à consentir les options sous condition suspensive de la signature de la convention de liquidité ou devenant caduques en cas d'absence de signature d'une telle convention dans un délai donné.

(21) L'article 217-1 de la loi du 24 juillet 1966 vise des situations précises d'intéressement : il s'agit des rachats préliminaires destinés à permettre la livraison des actions aux salariés. En aucune manière, cet article ne peut s'étendre aux rachats postérieurs à la livraison initiale des actions.

(22) Il conviendra toutefois de ne pas contrevenir aux dispositions de droit commun des contrats en ce qui concerne la réalité et la détermination du prix, ni prévoir des conditions telles qu'elles puissent entraîner un redressement fiscal et/ou des URSSAF du garant ou des bénéficiaires. A cet égard, les conditions de cession prévues pour intervenir à l'issue d'un certain terme ne devront pas être irréalisables sur le plan économique (notamment eu égard au prix de souscription ou d'achat), nonobstant toute décote, variation ou ajustement susceptible d'être appliqué comme indiqué ci-après.

(23) Il peut à cet égard sembler légitime d'appliquer une légère prime sur le prix de cession dans le cas où le garant rachète les actions sans motif particulier.

(24) Il est vrai que des méthodes d'évaluation plus rationalisées et applicables aux start-up ont vu le jour (cf. notamment l'art. de Sami Rahal et Emmanuel Commaret, *Option finance* n° 598 du 29 mai 2000, ou encore les travaux précurseurs de Stéphane Rinaldi). Il appartiendra dès lors à l'émetteur de déterminer si certaines de ces méthodes peuvent lui être applicables.

(25) A noter que le projet de loi sur l'épargne salariale, dans sa rédaction actuelle (fin août 2000), prévoit l'extension de cette exception aux acquisitions d'actions d'une société comprise dans le champ d'un plan d'épargne de groupe prévu à l'article L. 444-3 du Code du travail.

(26) A noter que le comité juridique de l'ANSA, dans sa séance du 6 octobre 1993, va plus loin en estimant que le prêt accordé par une société à ses salariés pour l'acquisition de ses propres actions... est toujours licite en vertu de l'article 217-9 al. 2. Cette analyse se trouve confortée par le projet de loi sur l'épargne salariale rapporté en note précédente, dans lequel est envisagé le développement à grande échelle des prêts aux salariés dans le cadre des plans d'épargne de groupe.

(27) Le séquestre suppose en effet, aux termes de l'article 1956 du Code civil, une chose contentieuse ; cependant, la doctrine considère qu'une chose peut être séquestrée en vue de la prévention d'un litige (voir notamment Aubry et Rau t.VI *Droit civil français* § 407 ou encore le *Juriste* notarial répertoire au chapitre «séquestre»). La qualification juridique exacte de l'opération importe peu en pratique, dans la mesure où les droits et obligations des parties (bénéficiaire-garant-tiers séquestre) seront explicitement prévues aux termes d'une convention spécifique.

(28) On rappellera qu'il n'est pas possible dans une société anonyme de limiter le nombre de mandats dont peut disposer un même actionnaire (art. 161 al. 2 L. 24 juil 1966).

(29) Cf. notamment l'arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation en date du 17 juin 1974 annulant un tel mandat dans la mesure où celui-ci n'était pas librement révocable par le mandant.

(30) Ou dans d'autres circonstances ; que l'on se rappelle en effet, dans le cas des stock-options, le droit des ayants droits d'exercer les options dans un délai de six mois à compter du décès (art. 208-7 al. 3 L. 24 juil. 1966).

(31) Une telle convention a été reconnue valable par la Cour de cassation – 1^{re} civ. 8 juillet 1986 – qui l'analyse en promesse de vente post mortem valable et non en pacte sur succession future prohibé.