

Le mythe du capital social

Le bien-fondé d'une réforme

DELPHINE CARAMALLI

Avocat à la Cour
Fried, Frank, Harris, Shriver & Jacobson LLP
Eric Cafritz SELARL



ERIC CAFRITZ

Avocat à la Cour
Fried, Frank, Harris, Shriver & Jacobson LLP
Eric Cafritz SELARL

Le capital social envisagé comme le « gage des créanciers » n'est plus qu'un mythe et les règles restrictives qui y sont attachées se révèlent également inadaptées à une économie moderne. Une réforme profonde qui prendrait en compte les réalités économiques et financières et intégrerait les particularismes des marchés de capitaux s'impose, à l'instar du droit américain qui a assoupli sa législation sur la question il y a plus d'un siècle.

Traditionnellement, le rôle premier du capital social¹ et de son encadrement juridique est de protéger les créanciers de la société. La doctrine, relayée par la plupart des ouvrages traitant du droit des sociétés, exprime, d'ailleurs, que le capital social est le « gage des créanciers », c'est-à-dire la garantie que leurs créances seront payées².

Le droit des sociétés français, organisé autour du postulat selon lequel le capital social est un gage de la solvabilité de la société et donc un indicateur fiable pour ses créanciers, consacre la protection du prêteur contre l'insolvabilité de l'emprunteur en édictant des règles restrictives de nature impérative.

Toutefois, l'obligation de maintenir le capital social à un montant minimum fixé par la loi et/ou les statuts d'une société ne constitue pas davantage une référence fiable pour les créanciers sociaux que ne l'est l'exigence d'une valeur nominale fixe. Par ailleurs, les règles restrictives sur le capital social limitent considérablement la réalisation d'opérations sur le capital au point que les théories doctrinales sur la question sont largement remises en cause.

Aux États-Unis, les règles sur le capital social ont été abrogées il y a plus de cent ans pour s'adapter à l'évolution des marchés de capitaux. En droit américain, la protection des créanciers est l'affaire des parties³. La garantie de la solvabilité d'une société trouve sa source dans des stipulations contractuelles qui, pour protéger les créanciers, peuvent limiter la liberté des actionnaires et celle de la société lors de la souscription d'actions.

Le capital social envisagé comme le « gage des créanciers » n'est plus qu'un mythe (I). Dès lors, les règles restrictives sur le capital social en France et dans les législations des États membres de l'Union européenne (III) qui ont pour finalité la protection des créanciers sociaux ne sont plus justifiées. Une réforme profonde qui prendrait en compte les réalités économiques et financières et intégrerait les particularismes des marchés de capitaux s'impose (IV), à l'instar du droit américain qui a assoupli sa législation sur la question il y a plus d'un siècle (II).

I Le capital social « gage des créanciers » : un concept dépassé

Les règles protectrices des intérêts des créanciers développées au XIX^e siècle s'avèrent largement insuffisantes dans une économie moderne. Le seuil minimum de capital social fixé par le droit communautaire à 25 000 euros pour les sociétés anonymes⁴ peut sembler dérisoire aux yeux des créanciers sociaux dans le contexte économique actuel où bon nombre de ces sociétés sont fortement endettées. Force est de constater que le capital social ne protège plus les créanciers sociaux. Pour cette raison, en France, la société à responsabilité limitée, forme de société qui a la faveur des entrepreneurs individuels soucieux de mettre leur patrimoine personnel à l'abri des créanciers et pour laquelle l'exigence d'un capital

¹ Le « capital social » représente la somme des apports consentis à une société par ses associés ou ses actionnaires.

² Entre autres : Lamy Sociétés Commerciales, 2003, n° 286 ; Mémento Pratique Francis Lefebvre Sociétés Commerciales, 2004, n° 1704.

³ L. Enriques & J.R. Macey, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, 86 Cornell L. Rev. 1165, 1173 (2001); voir également R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer &

R.W. Vishny, *Law and Finance*, 106 J. Polit. Econ. 1113 (1998); R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer & R.W. Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, 52 J. Fin. 1131 (1997).

⁴ En France, le capital social minimum d'une société par actions doit être au moins de 37 000 euros et de 225 000 euros s'il s'agit une société faisant publiquement appel à l'épargne.

social minimum semblait la plus pertinente au regard de la protection de ceux-ci, n'est plus tenue par la loi d'avoir un capital social minimum⁵. Ce régime de faveur était naguère réservé aux formes de sociétés dans lesquelles tous les associés répondent indéfiniment et solidairement des dettes sociales sur leur propre patrimoine. Pour le législateur français, certains impératifs économiques tels que le développement en nombre des entreprises et la création d'emplois prévalent sur l'intérêt des créanciers sociaux.

A Le fondement originel du capital social : la protection des créanciers

La doctrine du capital social est fondée sur un principe selon lequel le capital social, fixe et intangible, constitue une garantie⁶ pour les créanciers sociaux, actuels et potentiels.

Le droit des sociétés français, très largement inspiré de la doctrine du capital social, contient un certain nombre de dispositions destinées à protéger les créanciers sociaux. Ainsi, en cas de réduction de capital motivée par un remboursement partiel de leurs apports aux actionnaires, il confère aux créanciers sociaux un droit d'opposition leur permettant de suspendre l'opération afin de préserver leurs droits.

Le montant du capital social est sans relation aucune avec le niveau d'endettement de la société, les risques économiques qu'elle encourt ou sa valeur économique réelle⁷. En réalité, seul le capital initial, au jour de la constitution de la société, est susceptible de constituer une garantie pour les créanciers sociaux et ce, pour un instant de raison seulement. En effet, dès l'immatriculation de la société, la société a la jouissance du capital social qui devient de la trésorerie avec laquelle elle va faire face à ses premières dépenses. Le montant du capital

social reflète, au mieux, un fait historique qui n'éclaire en rien sur la situation financière réelle d'une société à un quelconque moment postérieur de son existence. Ainsi, lorsque des actions sont émises à un prix bien supérieur à leur valeur nominale pour prendre en compte la valeur réelle ou valeur « capitaux propres » de ces actions, la différence entre le prix d'émission par action et la valeur nominale, appelée prime d'émission, est affectée à un compte de réserve intitulé « prime d'émission » et non au compte « capital social »⁸. Dès lors, le montant du nouveau capital social, tel qu'il est porté à la connaissance des tiers en raison de la publicité qui lui est faite sur les différents documents sociaux, ne traduit pas la valorisation des actions nouvelles justifiée par la bonne santé économique et financière de la société. Inversement, une société peut faire état d'un capital social au montant très élevé alors que celui-ci se trouve très largement « entamé » par les pertes colossales qu'elle a subies. Là encore, le capital social ne reflète pas la situation financière réelle de la société. Un auteur observe ainsi qu'« *au moment de la formation de la société, la signification de la mention du capital social est équivoque puisqu'elle sert simplement à déterminer la participation relative de chacun des actionnaires. Par la suite, la mention du capital social devient trompeuse puisque la valeur nominale des actions ne correspond plus à leur valeur réelle. Ce qui revient à dire que la valeur nominale donne une information erronée [sur la société]* »⁹.

En réalité, pour estimer ce que constitue, pour une société, le véritable seuil de sécurité, les créanciers doivent évaluer la différence entre la valeur réelle des actifs de la société et le montant total de son passif exigible. Toutefois, la valeur réelle des actifs de la société ne peut pas être établie sur la seule base du bilan comptable qui énumère les actifs dépréciés à partir de leur coût historique¹⁰.

Non seulement les règles relatives au capital social ne protègent pas convenablement les créanciers mais, en

⁵ L'article premier de la loi sur l'initiative économique n° 2003-721 du 1^{er} août 2003 supprime le montant minimum de capital social pour les sociétés à responsabilité limitée (SARL). Dorénavant, en application de l'article L. 223-2 du Code de commerce, le montant du capital social des SARL « est fixé par les statuts » : Journal Officiel de la République française du 5 août 2003.

⁶ Voir notamment *Ooregum (Gold Mines of India) v. Roper*, [1892] AC 125 (Chambre des Lords) : « *Le capital est fixe et certain, chaque créancier de la société est en droit de compter sur ce capital comme une sûreté à son profit.* »

⁷ Rapport SLIM (www.europa.eu.int) qui constate que « *dans de nombreux États membres, les sociétés ne peuvent émettre que des actions ayant une valeur nominale. Cette valeur nominale, dans les faits, ne reflète aucune valeur particulière.* » Rapport SLIM *ibid.*, id. Voir aussi Manning & Hanks, *Legal Capital* (3d ed. 1990), p. 39, expliquant que « [le capital social n'a] aucun lien, en quoi que ce soit, avec la situation économique de l'entreprise. » U. Procaccia, *Crafting a Corporate Code from Scratch*, 17 *Cardozo L. Rev.* 629, 633 (1996), qui déclare que « *la valeur du pair n'a aucune connexion avec des critères réels portant sur la valeur d'une société.* » Peterson & Hawker, *Does Corporate Law Matter? Legal Capital Restrictions on Stock Distributions*, 3, *Akron L. Rev.*, p. 176, qui écrit que « *depuis quelques générations, un consensus se dessine : les restrictions légales imposées par la doctrine relative au capital social, telles que les règles de la valeur du pair et des réserves dans la distribution de dividendes en numéraire, n'ont aucune véritable signification économique.* »

⁸ Au Royaume-Uni, les sociétés ne faisant pas appel public à l'épargne ne sont pas soumises à un capital social minimum et nombreuses sont les sociétés disposant d'un capital social de 100 £. (Un auteur note, à ce propos, que « *la description usuelle des sociétés britanniques non cotées au capital social de 100 £ est souvent fautive dans la mesure où seule une fraction des actions du capital social autorisé de 100 £ peut effectivement avoir*

fait l'objet d'une émission et que le montant payé ou payable, eu égard aux actions émises, peut être un nominal d'un montant de 1 £ par exemple. ». E. Ferran, *Legal Capital Rules Under the Pressure of the Securities Markets: The Case for Reform as Illustrated by the UK Equity Markets* (Position Paper for the Siena Conference on Company Law and Capital Market Law, March 2000), [http://www.law.rug.ac.be/fli/ SIENA/3-Ferran.pdf](http://www.law.rug.ac.be/fli/SIENA/3-Ferran.pdf).) Dans l'affaire souvent citée *Centros*, le défendeur, une société non cotée immatriculée au Royaume-Uni avec un capital social de 100 £ de manière à bénéficier des règles libérales relatives au capital social, s'est vu refusée d'opérer seulement au Danemark où s'appliquent des règles imposant un capital social minimum de 20000 £. La Cour européenne de justice, autorisant le défendeur à faire du « *forum shopping* », a soutenu que le fait qu'un national d'un État membre, qui souhaite établir une société, choisisse de la créer dans un autre État membre où les règles de droit des sociétés lui semblent les moins restrictives et d'établir des branches dans d'autres États membres, ne constitue pas, en tant que tel, un abus de la liberté d'établissement. *Affaire C-212/97 Centros Ltd v Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*, Jugement du 9 mars 1999 (<http://curia.eu.int/en/jurisp/index.htm>, paragraphe 27).

⁹ E. Wymeersch, *Some Recent Trends and Developments in Company Law*, Financial Law Institute Working Paper Series 2001-07, n° 20 : « *il y a quelque temps de cela, par le passé, les cours des actions de certaines bourses étaient cités en pourcentage de la valeur d'origine du nominal des actions. Cette technique confuse a heureusement été abandonnée.* » Voir aussi R.O. Kummert, *State Statutory Restrictions on Financial Distributions by Corporations to Shareholders* Part II, 59 *Wash. L. Rev.* 185, 282 (1984), suggérant que le véritable problème n'est pas de savoir s'il faut abandonner les règles relatives au capital social qui restreignent les distributions de capital, mais plutôt de savoir par quoi les remplacer.

¹⁰ Manning & Hanks, *op. cit.*, p. 37 ; Peterson & Hawker, *op. cit.*, p. 199-200.

outre, elles font peser des coûts significatifs sur les sociétés qui empruntent. Des sociétés qui, après avoir subi d'importantes pertes durant plusieurs exercices sociaux, viendraient à dégager des bénéfices et envisageraient de distribuer des dividendes à leurs actionnaires pourraient se voir contraintes de réduire leur capital social pour apurer leurs pertes préalablement à toute distribution de dividendes. Des sociétés renonçant au prêt bancaire au profit d'un financement par capital ou d'un financement obligataire (par une émission *high yield*) pourraient ne pas être en mesure de répondre aux exigences en matière de capital social. Des auteurs ont souligné, avec ironie, que les premiers bénéficiaires des règles relatives au capital social ne sont pas les créanciers ou les actionnaires minoritaires mais plutôt les avocats et les experts comptables recrutés pour discuter des stratégies à suivre en vue de contourner les règles impératives¹¹.

Certains auteurs français ont noté, depuis 1982, que « *l'intérêt que le capital social peut présenter pour le créancier n'est pas évident [...] on a notamment remarqué que l'actif social net présentait plus d'importance puisqu'il est le reflet de la solvabilité de la société, alors que, du fait de pertes, le capital social peut ne correspondre à rien* »¹². La double référence au capital social et aux capitaux propres paraît inutile car seuls les capitaux propres qui prennent en compte, notamment, les résultats de l'exercice écoulé et ceux des années antérieures en instance d'affectation, constituent pour les créanciers sociaux un indicateur fiable sur la solvabilité de la société.

B Des mécanismes de protection des créanciers plus efficaces

Aujourd'hui, sur les marchés de capitaux, le capital social fournit une information financière inadaptée. Les créanciers aspirent à une information pertinente sur la profitabilité et la solvabilité de la société.

Les créanciers, potentielles victimes d'un détournement ou d'un gaspillage des actifs sociaux, disposent de mécanismes de protection bien plus efficaces que l'assurance passive du capital social. Les prêteurs peuvent ainsi (i) imposer un taux d'intérêt plus élevé pour compenser un risque de crédit supérieur; (ii) exiger des sûretés supplé-

mentaires; (iii) examiner les comptes rendus des agences de notation; (iv) exiger des garanties personnelles de la part des actionnaires lorsqu'il s'agit de sociétés familiales et de sociétés appartenant à des groupes¹³; (v) exiger des engagements contractuels de manière à restreindre les distributions au profit des actionnaires ou éviter l'apparition de nouvelles dettes pour la société; ou (vi) exiger de la société qu'elle maintienne des ratios financiers essentiels tels que le ratio d'autonomie financière et le ratio de liquidité¹⁴.

Certes, tous les créanciers ne disposent pas des ressources, ni du pouvoir de négociation, nécessaires pour imposer, dans les contrats de prêt, des ajustements de taux d'intérêts ou des clauses restrictives, ou bien encore pour avoir accès aux rapports des agences de notation. En effet, à la différence des organismes de crédit spécialisés, les titulaires de créances d'exploitation, les salariés ou encore les créanciers involontaires titulaires, par exemple, d'une créance d'origine délictuelle ne sont pas toujours en mesure de se protéger contractuellement et seraient les premiers bénéficiaires des règles sur le capital social¹⁵. Il n'en demeure pas moins que, le plus souvent, ces créanciers « non spécialisés » ne tiennent absolument pas compte du capital social de leur débiteur. Des auteurs remarquent, à cet égard, que le titulaire d'une créance d'exploitation « *ne s'intéresse quasiment pas au passé; il est généralement insensible aux subtilités d'un bilan* »¹⁶. Quand bien même ces créanciers chercheraient à profiter de la protection supposément conférée par le capital social, ils se retrouveraient le plus souvent démunis¹⁷.

Par ailleurs, l'application d'un critère uniforme en matière de capital social, pour protéger des catégories de créanciers très différentes les unes des autres, favorise les intérêts de certains créanciers au détriment des autres. Dans les marchés de capitaux modernes, des intérêts particulièrement divergents interagissent: les porteurs d'obligations à haut rendement coexistent avec les prêteurs mezzanines, les titulaires de sûretés, les salariés et les créanciers chirographaires. De manière à diversifier leurs portefeuilles et maximiser leur rendement, certains créanciers préfèrent supporter un niveau de risque plus élevé¹⁸.

Au lieu de se fier au capital social pour mesurer la solvabilité et la profitabilité des sociétés, les créanciers auraient tout intérêt à se référer aux capitaux propres qui,

11 Peterson & Hawker, op. cit.; voir aussi Ferran, op. cit., estimant que « [les] avocats sont sollicités pour imaginer des techniques visant à éviter les règles applicables: il a été rapporté que cette pratique représente une part considérable des revenus des avocats de Londres. »

12 Y. Guyon, *ibid.*, p. 145-47.

13 Manning & Hanks, op. cit., p. 98-114; W.H. Ralston, *The 1980 Amendments to the Financial Provisions of the Model Business Corporation Act: A Positive Alternative to the New York Statutory Reform*, 47 Alb. L. Rev. 1019, 1025-28 (1983); H. Kanda, *Debtors and Equityholders*, 21 J. Legal Studies 431, 447 (1992); M. Kahan, *The Qualified Case Against Mandatory Terms in Bonds*, 89 N.W.U. L. Rev. 565, 610 (1995).

14 Le ratio de liquidité mesure l'actif circulant par rapport aux dettes à court terme. Cela indique la capacité de la société à honorer ses dettes à court terme; plus le ratio est élevé, plus la société dispose de liquidités. Un autre ratio est utilisé en matière d'engagements de dettes: le *quick ratio* (aussi connu sous les noms d'*acid-test ratio* ou *cash asset ratio*), qui mesure la liquidité à court terme en divisant les « *quick assets* » de la société (définis comme la trésorerie et autres actifs qui peuvent et seront convertis en trésorerie relativement rapidement, tels que les créances clients et les titres négociables) par ses dettes à court terme.

15 Voir J. Armour, *Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law*, 63 Mod. L. Rev. 355, 371-72 (2000); J. Keustermans, *Countertrends in Financial Provisions for the Protection*

of Corporate Creditors: The Model Business Corporation Act and the E.E.C. Corporate Directives, 14 Denv. J. Int'l L. & Pol'y 275, 289 (1986): « *alors que la plupart des créanciers financiers ou institutionnels peuvent se protéger contre des débiteurs en situation d'insolvabilité, les créanciers fournisseurs ne peuvent, en pratique, se protéger de la même manière.* » Concernant les créanciers qui ne peuvent se protéger contractuellement, voir H. Hansmann & R. Kraakman, *Toward Unlimited Liability for Corporate Torts*, 100 Yale L.J. 1879 (1991); L.M. LoPucki, *The Death of Liability*, 106 Yale L.J. 1 (1996).

16 Manning & Hanks, op. cit., p. 100; voir également Armour, *ibid.*, id; Enriques & Macey, supra note 2, p. 1188-91.

17 Voir notamment D.G. Baird, *Security Interests Reconsidered*, 80 Va. L. Rev. 2249, 2256, 2263, expliquant que « *les créanciers d'exploitation savent bien qu'ils ne seront payés que si la société survit... En règle générale, si la société est liquidée ils ne reçoivent rien.* »

18 Voir Enriques & Macey, *ibid.*, p. 1198-1199: « *la règle du capital social profite aux prêteurs refusant de prendre trop de risques (tels que les banques) et qui préfèrent des opérations à moindres risques avec un retour sur investissement plus faible; en revanche, elles ne profitent pas aux fournisseurs en capital (comme les compagnies financières, les investisseurs privés en capital ou les pourvoyeurs de capital-risque) qui préfèrent des investissements à plus haut risque en raison des gains en retour plus importants associés à de tels investissements.* » *Ibid.*, id.

plus sûrement, reflètent la situation économique et financière des sociétés. Les créanciers ont, en outre, accès à des documents comptables et à des informations financières qui doivent, sous peine de sanctions, faire l'objet d'une publication périodique. Ainsi, les sociétés commerciales ont l'obligation de déposer, chaque année, au greffe du tribunal de commerce, les comptes de l'exercice écoulé, le rapport de gestion afférent à cet exercice présenté aux actionnaires par les dirigeants, l'affectation des résultats votée par l'assemblée des actionnaires et, le cas échéant, le rapport des commissaires aux comptes sur les comptes concernés. Par ailleurs, les sociétés dont les titres sont admis sur un marché réglementé et, dans certains cas, leurs filiales doivent, sous le contrôle de l'Autorité des marchés financiers, publier au BALO¹⁹ leur rapport et comptes annuels, ainsi que des informations périodiques d'ordre financier et comptable. Ces sociétés sont également tenues à une obligation d'information permanente aux marchés. L'obligation de délivrer une information financière pertinente et actuelle permettant aux créanciers de réagir dès les premiers signes d'insolvabilité d'une société constitue l'un des axes prioritaires d'une législation protectrice des intérêts des créanciers. Enfin, la législation sur les procédures collectives devrait être modifiée afin de permettre une réorganisation de la société avant la cessation des paiements et d'inciter ses dirigeants à initier rapidement une procédure collective dès les premiers signes d'insolvabilité de la société²⁰. Le projet de loi de sauvegarde des entreprises permet aux entreprises en difficulté de gérer le remboursement de leurs dettes, tout en poursuivant leur activité et ce, avant même qu'elles atteignent le seuil critique de la cessation des paiements²¹. Il s'agirait là d'une application concrète du critère de « solvabilité du bilan » initiée aux États-Unis par la loi type « Revised Model Business Corporation Act »²². D'autres mesures efficaces consisteraient à permettre aux créanciers d'obtenir un financement postérieurement au jugement d'ouverture.

II L'abolition déjà ancienne du capital social aux États-Unis

Aux États-Unis, les règles sur le capital social ont été graduellement abandonnées, dès le début du siècle dernier, par la jurisprudence et des réformes législatives. L'assurance que peuvent avoir les tiers en la solvabilité d'une société est désormais d'origine contractuelle.

19 Bulletin des Annonces Légales Obligatoires.

20 L'article L. 621-1 du code de commerce dispose que « l'ouverture de cette procédure [de redressement] doit être demandée par le débiteur au plus tard dans les quinze jours qui suivent la cessation des paiements... » impose déjà cette obligation. Aux États-Unis, la législation encourage la mise en redressement de la société en récompensant les dirigeants par une carotte, telle que le fait de mettre le débiteur en mesure de financer la société ou l'exclusivité qu'ils ont de formuler le plan de redressement, au lieu d'être menacés d'un coup de bâton. Voir, e.g., J.R. Franks & W.N. Torous, *Lessons from a Comparison of U.S. and U.K. Insolvency Codes*, 8 Oxford Rev. Econ. Pol'y 70 (1992).

21 Le 26 janvier 2004, le projet de loi a été soumis au Conseil d'État pour avis. Ce projet « permet aux entreprises en difficulté de gérer le remboursement de leurs dettes, tout en poursuivant leur activité, avant même de se retrouver en cessation des paiements ».

22 Loi type RMBCA § 6.40 (c) (2); Voir Peterson & Hawker notent, à ce propos, que « bien que la disparition du capital social soit susceptible d'entraîner en même temps celle du test du bilan comptable, l'American

A La genèse du capital social aux États-Unis

À l'origine, les règles sur le capital social visaient à prémunir les créanciers contre les risques liés à la responsabilité limitée des actionnaires, en subordonnant la rémunération de ces derniers au remboursement des créances impayées; le prêt n'était consenti que s'il servait l'intérêt social et non celui des actionnaires²³. Cette approche protectrice des créanciers a été consacrée en 1824 par l'arrêt *Wood v. Dummer* dans lequel les juges ont établi que la part en capital d'un actionnaire constitue « un fonds de garantie pour le paiement des dettes de la société »²⁴. En conséquence, les règles sur le capital social (a) fixent un montant minimum pour la souscription de parts en capital; (b) limitent les distributions au profit des actionnaires; et (c) imposent un montant minimum en capital pendant la durée de vie de la société. Ces règles ont été progressivement abandonnées aux États-Unis il y a plus d'un siècle. Elles sont toujours en vigueur en droit français et en droit communautaire.

Outre la protection des créanciers, la doctrine du capital social ou de la valeur nominale consacre la notion de « contribution équitable » entre les actionnaires. Le nombre d'actions détenues par un associé dans le capital est proportionnel à sa contribution financière dans la société²⁵. La « contribution équitable » est censée protéger les actionnaires du risque de voir leur participation diluée sans leur consentement par des émissions d'actions qui entraîneraient un bouleversement de la répartition du capital entre les actionnaires²⁶. Ce principe est d'ailleurs le fondement de la pratique du droit préférentiel de souscription.

Un auteur, revenant sur les fondements historiques du capital social et la théorie de la valeur nominale, rappelle le contexte de l'époque: « Au début des années 1800, les tribunaux veillaient à ce que chaque actionnaire ait versé le même montant par action dans le pôt social... Le problème était de trouver un moyen d'inciter les actionnaires à investir. À cette fin, les tribunaux créèrent le concept de valeur nominale comme unité de mesure correspondant au montant versé pour une action achetée. Chaque action était de même valeur nominale (fixée à 100 \$, une somme importante pour l'époque) »²⁷.

Bar Association a choisi de procéder à une révision substantielle du test du bilan comptable. Le test du bilan comptable révisé permet des distributions financières dès lors que les actifs nets de la société sont supérieurs à zéro. » Peterson & Hawker, op. cit., p. 192.

23 *Re Exchange Banking Company, Flitcroft's Case* (1882) 21 Ch.D. 518; voir également *Trevor v. Whitworth* (1887) 12 App. Cas. 409.

24 *Wood v. Dummer*, 30 F. Cas. 435 (no. 17,944) (C.C.D. Me. 1824).

25 B. Manning & J.J. Hanks, *Legal Capital* (3d ed. 1990), p. 22-24.

26 E. Ferran, *Legal Capital Rules Under the Pressure of the Securities Markets: The Case for Reform as Illustrated by the UK Equity Markets* (Position Paper for the Siena Conference on Company Law and Capital Market Law, March 2000), <http://www.law.rug.ac.be/fli/SIENA/3-Ferran.pdf>.

27 B. Manning, *Assets In and Assets Out: Chapter VI of the Revised Model Business Corporation Act*, 63 Tex. L. Rev. 1527 (1985). Voir également C.A. Peterson & N.W. Hawker, *Does Corporate Law Matter? Legal Capital Restrictions on Stock Distributions*, 31 Akron L. Rev. 175, 180, n° 21 (1997): « la doctrine du capital social a été l'une des deux ou trois questions les plus importantes du droit commercial à la fin du XIX^e siècle et

B L'évolution jurisprudentielle

En 1890, la Cour suprême des États-Unis a affirmé la possibilité pour une société en difficulté d'émettre des actions nouvelles à un prix inférieur à leur valeur nominale comme une alternative à la cessation des paiements, celle-ci étant bien plus préjudiciable pour les actionnaires et les créanciers. Dans l'arrêt de principe *Handley v. Stutz*²⁸, la Cour a reconnu la possibilité pour les sociétés et leurs actionnaires de lever des fonds par le biais d'une augmentation de capital afin de poursuivre le développement de la personne morale. L'émission d'actions nouvelles à un prix compris entre la valeur nominale et la valeur réelle apparaissait comme le meilleur moyen d'attirer de nouveaux investisseurs. Dès lors qu'il s'agissait de servir l'intérêt social, et non de réaliser une opération de dilution d'actions, et que la contrepartie obtenue correspondait à la valeur réelle des actions émises, les tribunaux ne se sont pas opposés à la poursuite de tels mécanismes²⁹.

Dans la lignée de la jurisprudence *Handley v. Stutz*, les sociétés ont commencé à émettre des actions à faible valeur nominale, voire même des actions à « un franc symbolique »³⁰ et, à partir des années 1900, plusieurs États ont modifié leur législation pour permettre aux sociétés d'émettre des actions sans valeur nominale³¹.

C L'évolution législative

En 1980, le Comité pour la rédaction de la loi type sur les sociétés commerciales, *Revised Model Business Corporation Act* (« loi type RMBCA »), a aboli les concepts de valeur nominale et de capital social³².

1. Sur la référence à la valeur nominale

En vertu de la Section 6.21 (b) de la loi type RMBCA, le conseil d'administration peut autoriser l'émission d'actions nouvelles en contrepartie d'un apport en

numéraire, en nature (actif corporel ou incorporel) ou en industrie (contrats ou prestations de services par exemple). Aucune disposition n'impose de valeur nominale minimale. En outre, la section 6.21 (c) de la loi type RMBCA dispose que « *Préalablement à toute émission d'actions, le conseil d'administration doit s'assurer que la contrepartie reçue ou à recevoir pour les actions à émettre est adéquate. L'avis du conseil d'administration est décisif.* » La section 6.21 (d) ajoute que « *dès lors que la société reçoit la contrepartie sur laquelle le conseil d'administration a donné son accord pour l'émission d'actions, les actions émises deviennent intégralement payées et entièrement libérées.* ».

2. Sur la distribution de dividendes

Avec la loi type RMBCA la distribution de dividendes est affranchie des règles restrictives sur la valeur nominale et le capital social. Cette loi type rejoint la doctrine économique qui met sur un pied d'égalité la distribution de dividendes et le rachat d'actions. Pour la doctrine économique, la valeur de la société n'est pas davantage affectée par le rachat d'actions que par la distribution de dividendes³³. Dans les deux cas, une somme d'argent est transférée de la société à ses actionnaires, entraînant une diminution globale des capitaux propres de la société. Un élément distingue, toutefois, les deux mécanismes. Dans le cas d'une distribution de dividendes, la valeur réelle de chaque action est diminuée. Dans le cas d'un rachat d'actions aux actionnaires, la diminution de la valeur globale de l'ensemble des actions est compensée par la réduction du nombre d'actions réparties entre les actionnaires³⁴.

Avant 1969 et sous le régime antérieur, le montant correspondant aux dividendes distribuables était limité au « surplus » réglementaire, calculé sur la base de « l'insuffisance de capital », correspondant aux règles applicables en France lorsque la société enregistre des pertes. Mais, depuis la loi type RMBCA (section 6.40 (c)), la distribution de dividendes est possible dès lors qu'elle ne met pas la société en

a fait l'objet de centaines de décisions de justice et de milliers de pages d'écriture. » G.P. Miller, *Das Kapital: Solvency Regulation of the American Business Enterprise* (University of Chicago Law School, John M. Olin Program in Law & Economics, Working Papers (2nd Series) (1995), a observé que « *les livres de droit du XIXe siècle retranscrivent les milliers de décisions de justice relatives au système de valeur nominale.* »

²⁸ *Handley v. Stutz*, 139 U.S. 417 (1890).

²⁹ *Ibid*, p. 430; voir également, J.C. Coffee, *The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role*, 89 Colum. L. Rev. 1618 (1989).

³⁰ Peterson & Hawker, *op. cit.*, p. 180-82; Voir également Manning, *op. cit.*, p. 1528 qui écrit que « *l'ingénuité des avocats a dépassé les critères judiciaires (d'origine doctrinale) pour permettre une contribution équitable entre actionnaires et protéger les créanciers contre des distributions en faveur des porteurs de capitaux [...]. Il n'existait pas de notion de valeur nominale, il était nécessaire de l'inventer. De fait, est né le concept de « capital social » – un montant arbitraire de dollars écrit dans la colonne de droite du bilan comptable tenant compte de chacune des actions émises.* »

³¹ J.R. Macey, *Corporate Law and Corporate Governance: A Contractual Perspective*, 18 J. Corp. L. 185 (1993).

³² Voir *Simpler Legislation for the Internal Market*, Company Law Slim Working Group on the Simplification of the First and Second Company Law Directives Proposals submitted to the European Commission, Brussels, October 1999 (« rapport SLIM »), qui déclare en page 15 : « *En conclusion, le groupe de travail est d'avis qu'il convient d'examiner s'il y a lieu de maintenir les notions actuelles de valeur nominale et de « pair » comptable ou si l'utilisation d'actions représentant simplement une fraction de la société permettrait de simplifier les procédures applicables en la matière.* »

³³ R.A. Brealey & S.C. Myers, *Principles of Corporate Finance* (6^e ed. 2000), p. 439-71. Plus généralement, dans certaines conditions de marché restrictives, la politique des dividendes n'affecte pas la valeur de la société. Cette position est une version du fameux Irrelevance Theorem développé par Franco Modigliani et Merton Miller dans leur ouvrage : M.H. Miller & F. Modigliani, *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*, 34 J. Bus. 411 (1961). L'équivalent entre la distribution de dividendes et le rachat d'actions au regard des théories économiques peut être illustré par un exemple simple : la société X a des actifs évalués à 10.000 € et un capital divisé en 1000 actions, chacune d'une valeur de 10 €. Si X distribue 1.000 € de dividendes, les actifs de X ne vaudront plus que 9.000 €, et la valeur par action ne sera plus que de 9 €. Le propriétaire d'une action disposera alors de 1€ sous forme de dividendes et 9€ correspondant à son action, soit un total de 10 €. Si X utilise les 1 000 € pour acheter à ses actionnaires des actions, X achètera 1 000 € / 10 € = 100 actions, réduisant à 900 le nombre d'actions entre les mains des actionnaires, chacune de ces actions valant 9 000 € / 900 = 10 €. Chaque actionnaire détiendra soit 10 € en numéraire, soit une action de 10 €. Les actionnaires qui ne soumettraient pas leurs actions à la vente renonceraient aux dividendes de 1 € mais conserveraient leurs actions d'une valeur de 10 €, et non pas de 9. (En fait, les actionnaires restant utilisent leur part de dividendes pour racheter d'autres actionnaires de la société). Par exemple, voir Brealey & Myers, *ibid*, p. 451-52.

³⁴ Un problème de dilution pourrait se présenter dans l'hypothèse où la société ne rachèterait pas de manière égalitaire les parts de tous les actionnaires. Mais des problèmes de dilution similaires se présenteraient aussi dans le cadre d'un paiement de dividendes effectués pour certains en espèce et pour d'autres en actions.

³⁵ Loi type RMBCA § 6.40 (c) (1).

périssement financier, ni ne cause l'échec du test « *balance sheet* ».

Désormais, les divers critères prévus par la loi pour décider d'une distribution de dividendes sont fondés sur la situation économique réelle de la société. Selon le critère de l'« *equity solvency* », la société ne peut procéder à aucune distribution dès lors que « *la distribution entraîne pour la société une impossibilité de faire face au paiement de ses dettes lorsque celles-ci deviennent exigibles* »³⁵. Selon le critère du « *balance sheet solvency* », la société ne peut procéder à une distribution de dividendes que si, après distribution, la valeur des actifs excède le montant du passif majoré des créances privilégiées « seniors » exigibles en cas de dissolution ou de liquidation³⁶. La nouvelle section 6.40 (c) (2) assimile ces créances à du passif lorsqu'il s'agit de déterminer la capacité de la société à distribuer des dividendes³⁷.

3. Sur le droit préférentiel de souscription

Alors qu'en droit français, le propriétaire de parts sociales ou d'actions bénéficie obligatoirement d'un droit préférentiel de souscription³⁸, en revanche, en droit américain, le droit préférentiel de souscription n'est, ni par nature ni par principe, rattaché au droit de propriété, mais constitue plutôt une option qui peut ou non être prévue par les statuts³⁹. La section 6.30 (a), issue de la loi type RMBCA prévoit que, sauf stipulation contraire des statuts, les actionnaires ne disposent pas d'un droit préférentiel de souscription d'actions⁴⁰.

Par son caractère optionnel, le droit préférentiel de souscription, tel qu'il est consacré par le droit américain, sert l'intérêt de la société qui bénéficie alors de règles plus souples pour lever des fonds. Ce droit préférentiel sert différemment une entreprise familiale et une société cotée car le capital social de cette dernière est si dispersé que les investisseurs sont moins concernés par le maintien d'une participation déterminée dans le capital.

La protection que le droit préférentiel de souscription confère aux actionnaires minoritaires peut s'avérer illusoire dans la mesure où, pour maintenir leur niveau de participation, les actionnaires minoritaires doivent avoir la capacité d'investir davantage dans le capital.

36 Loi type RMBCA § 6.40 (c) (2).

37 Voir notamment J.J. Hanks, *Removing the Limits on Authorized Stock*, 73 Wash. U. L.Q. 479, 480-81 (1995); M.P. Dooley & M.D. Goldman, *Some Comparisons Between the Model Business Corporation Act and the Delaware General Corporation Law*, 56 Bus. Law. 737, 740 (2001).

38 Alors que les règles sur le droit préférentiel de souscription ne protègent pas réellement les créanciers, elles sont généralement discutées dans le cadre de réflexions portant sur les restrictions relatives au capital social. Voir notamment Ferran, op. cit.; Enriques & J.R. Macey, op. cit., F. Kübler, *The Rules on Capital Under the Pressure of the Securities Markets* (Position Paper for the Siena Conference on Company Law and Capital Market Law) (1999), disponible sur http://www.econpol.unisi.it/scdbanc/CONFERENCE/FILE_PDF/3-Kubler.pdf.

39 En droit anglais, la section 89 du Companies Act 1985, transpose en droit interne l'article 29 de la Deuxième Directive qui consacre le droit préférentiel de souscription. Cependant, dans l'affaire Mutual Life Insurance Co. of New York contre The Rank Organization, [1985] BCLC 11 ChD, un tribunal anglais a jugé qu'aucun actionnaire n'est titulaire du droit à conserver la même participation indéfiniment. Cette position a été confirmée. Re BSB Holdings, [1996] 1 BCLC 155 ChD.

40 Loi type RMBCA § 6.40 (a).

III La persistance en Europe des règles restrictives sur le capital social

Aux termes de la deuxième directive du Conseil du 13 décembre 1976 (la « Deuxième Directive »)⁴¹, les États membres de l'Union européenne ont adopté un nouveau régime sur le capital social. La Deuxième Directive prévoit des seuils minima et impose des limites aux distributions de dividendes, ainsi qu'aux augmentations ou aux réductions de capital. La France a transposé la Deuxième Directive en droit interne en adoptant un régime encore plus strict destiné à protéger davantage les créanciers. Le capital social minimum d'une société anonyme⁴² est fixé par la loi à 37 000 €⁴³. À la constitution de la société, il doit être entièrement souscrit et libéré de la moitié au moins⁴⁴. Jusqu'à une date récente, le montant du capital minimum d'une société à responsabilité limitée était de 7 500 €. En dépit de la réforme opérée par la loi du 1^{er} août 2003 sur l'initiative économique, la législation française sur le capital social continue à encadrer strictement les opérations sur le capital.

A Les règles restrictives applicables aux augmentations de capital

1. La prise en compte de la valeur nominale des actions

En vertu de l'article L. 225-128 du Code de commerce, les actions d'une société ne peuvent être émises à un prix inférieur à leur valeur nominale⁴⁵. Cette exigence légale peut contraindre une société à diminuer la valeur nominale de ses actions avant de procéder à une augmentation de capital. En effet, une société dont les actions sont durablement cotées à une valeur inférieure à leur valeur nominale éprouvera les plus grandes difficultés à lever des capitaux sur le marché. Afin de rendre l'augmentation de capital attractive pour ses actionnaires ou de nouveaux investisseurs, la société procédera, préalablement à l'émission de nouveaux titres, à une réduction de capital par voie de réduction de la valeur nominale de ses actions. Or, une société qui réduit son capital dans un but

41 Deuxième Directive 77/91/CEE du Conseil, du 13 décembre 1976, sur les garanties des sociétés au sens de l'article 58 deuxième alinéa du traité, pour protéger les intérêts des associés et des tiers, en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital, 1977 JOCE (L 26) 1.

42 Aux termes de la loi française et de la Deuxième Directive, la réglementation sur le capital social ne s'applique qu'aux sociétés à capital ouvert (société anonyme, ou SA, en France; *Aktiengesellschaft*, ou AG, en Allemagne; *public company* en Grande-Bretagne). Article 1 (1) de la Deuxième Directive.

43 Article L.224-2 du Code de commerce. Pour les sociétés faisant appel public à l'épargne, le montant minimal du capital social est porté à 225 000 €. L'article 6 de la Deuxième Directive définit, quant à lui, un montant minimal égal à 25 000 €.

44 Article L.225-3 du Code de commerce. L'article prévoit également que « *la libération du surplus doit intervenir en une ou plusieurs fois, dans le délai de cinq ans à compter du jour où l'augmentation de capital est devenue définitive.* »

45 Article L.225-128 du Code de commerce.

autre que celui de l'apurement de ses pertes s'expose au risque d'une opposition des créanciers dont la mainlevée ne peut être obtenue que sur décision judiciaire. Cette procédure implique des formalités, des délais et des coûts supérieurs à ceux supportés par les sociétés dans un système juridique qui autorise l'émission d'actions sans référence aucune à la valeur nominale.

2. L'existence d'un droit préférentiel de souscription

2.1 Suppression du droit préférentiel de souscription

Dans le cadre d'une augmentation de capital par apport en numéraire, la loi française prévoit, au profit des actionnaires existants, un droit préférentiel de souscription qui est proportionnel au nombre d'actions que ces actionnaires détiennent dans la société⁴⁶. Les actionnaires bénéficient également d'un droit préférentiel de souscription en cas d'émission d'obligations convertibles en actions⁴⁷ ou d'obligations avec bons de souscription⁴⁸. Les actionnaires peuvent renoncer individuellement à leur droit préférentiel. Par ailleurs, l'assemblée générale extraordinaire qui « décide ou autorise une augmentation de capital peut supprimer ce droit préférentiel pour la totalité ou pour une ou plusieurs tranches de cette augmentation »⁴⁹. L'assemblée « statue, à peine de nullité, sur le rapport du conseil d'administration ou du directoire et sur celui des commissaires aux comptes »⁵⁰.

En dépit du *Company Law Working Group on the Simplification of the First and Second Law Directives* (le « rapport SLIM »)⁵¹ qui a récemment recommandé que les Etats membres de l'Union européenne assouplissent leur législation sur ce point⁵², les autorités de marchés françaises ont cherché à renforcer la réglementation sur les droits préférentiels⁵³. Dans son bulletin mensuel de septembre 1990, la Commission des opérations de bourse (« COB ») a, certes, reconnu que « les techniques de placement actuelles, qui ont évolué sous la pression des marchés financiers internationaux, ne sont pas appropriées à la mise en œuvre du droit préférentiel de souscription des actionnaires »⁵⁴. Cependant, la COB ajoute qu'elle « souhaite que le droit préférentiel de souscription des actionnaires soit maintenu tant que cela reste possible »⁵⁵.

Néanmoins, l'article 124 de la loi du 1^{er} août 2003 de sécurité financière introduit la possibilité de supprimer le droit préférentiel de souscription en faveur d'une ou plu-

sieurs catégories de personnes : « Lorsque l'assemblée générale extraordinaire supprime le droit préférentiel de souscription en faveur d'une ou plusieurs catégories de personnes répondant à des caractéristiques qu'elle fixe elle-même, elle peut déléguer au conseil d'administration ou au directoire, selon les cas, le soin de fixer la liste précise des bénéficiaires au sein de cette ou de ces catégories, le nombre de titres à attribuer à chacun d'eux et le prix d'émission, dans les limites des plafonds prévus au troisième alinéa du III de l'article L.225-129 ».

Cette possibilité, introduite à l'origine pour certaines opérations à destination des salariés, est prévue de manière suffisamment large pour permettre des émissions réservées à des catégories de personnes telles que des investisseurs institutionnels⁵⁶.

La réglementation boursière prévoit que, lorsque des actionnaires renoncent à leurs droits de souscription avant une émission ouverte au public, deux principes doivent être respectés : (a) l'émission ne peut être réalisée à un prix qui diminuerait la valeur des actions existantes ; et (b) les formalités de l'émission ne doivent pas empêcher les actionnaires existants de pouvoir y souscrire. Les autorités de marchés recommandent que les actionnaires existants se voient réserver une période de dix jours durant laquelle ils pourraient souscrire en priorité à une partie de l'émission afin d'éviter que leur participation ne soit trop diluée⁵⁷.

L'existence d'un droit préférentiel de souscription constitue un handicap pour l'ouverture du capital des sociétés dans la mesure où il augmente les coûts des intermédiaires financiers. L'existence d'un droit préférentiel implique l'écoulement d'un délai entre la date à laquelle le prix des actions est fixé et la fin de la période d'offre. Ce délai entraîne un risque pour l'intermédiaire⁵⁸.

2.2 Fixation du prix d'émission de nouveaux titres

La législation française prévoit un encadrement du prix d'émission dans le cas où les droits préférentiels de souscription ont été supprimés en assemblée générale⁵⁹. Lorsqu'une telle émission est réalisée par une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, le prix d'émission doit être au moins égal à « la moyenne des cours constatés pour ces actions pendant dix jours de bourse consécutifs choisis parmi les vingt derniers jours de bourse précédant l'émission » (la règle dite des « 10 parmi les 20 »)⁶⁰. Les autorités de marché recom-

46 Article L.225-132 du Code de commerce.

47 Article L.225-161 du Code de commerce.

48 Article L.225-151 du Code de commerce.

49 Article L.225-135 du Code de commerce.

50 Article L.225-135 du Code de commerce.

51 Rapport SLIM, (www.europa.eu.int)

52 Article 29 de la Deuxième Directive. Le rapport SLIM a proposé que « sauf dispositions contraires des statuts, l'assemblée générale de sociétés cotées pourrait autoriser le Conseil d'administration, pour une période n'excédant pas cinq ans, à émettre des actions supplémentaires ne faisant pas l'objet d'un droit préférentiel, en contrepartie d'un apport en numéraire, pour autant que ces actions supplémentaires soient émises au moins au prix du marché ou légèrement en deçà de celui-ci. Aucun rapport d'expert ou du conseil d'administration serait nécessaire. »

53 La position des agences de régulation contre la suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires a été validée par les tribunaux français ; Voir notamment CA Paris, 26 avril 1990, LVMH.

54 Bulletin mensuel de la COB n° 239, septembre 1990, p. 3 ; Voir également Rapport annuel de la COB, 1990, p. 267 ; et, plus récemment, Bulletin mensuel de la COB n° 369, juin 2002, p. 43.

55 Bulletin COB n° 239, *ibid*

56 H. Letréguilly, *Propositions pour un assouplissement des augmentations de capital réalisées sur les marchés de capitaux*, Actes Pratiques, sept.-oct. 2003, p.30.

57 Le droit préférentiel de souscription se distingue du droit de priorité en ce qu'il est cessible. Il permet donc à l'actionnaire qui ne peut ou ne veut souscrire à l'émission de maintenir la valeur de ses droits.

58 Voir Underwriting services for share offers : A report on the Supply in the UK of underwriting services for share offers (Monopolies and Merger Commission) (Cm 4168) (fév. 1999), <http://www.competition-commission.org.uk/reports/424under.htm#full>.

59 Article L.225-135 du Code de commerce.

60 Article 225-136 (2) du Code de commerce. Pour les sociétés dont les actions ne sont pas admises aux négociations sur un marché réglementé, « le prix d'émission est au moins égal, au choix de la société et sauf à tenir compte de la différence de date de jouissance, soit à la part de capitaux propres par action, tels qu'ils résultent du dernier bilan approuvé à la date de l'émission, soit à un prix fixé à dire d'expert désigné en justice à la demande du conseil d'administration ou du directoire, selon le cas. » Article L.225-136 (3) du Code de commerce.

mandent également que le prix d'émission final soit le plus proche possible du prix de pré-émission, de sorte que les intérêts des actionnaires existants soient préservés⁶¹.

La règle des « 10 parmi les 20 » est une spécificité française. Aucun autre pays de l'Union européenne n'applique de dispositions comparables⁶². Cette règle ne permet pas d'assurer efficacement la protection des actionnaires pas plus qu'elle n'offre de liberté d'action suffisante aux émetteurs dans un contexte baissier. Ainsi, nombre d'opérations programmées en 2001 ont-elles été retardées, voire ajournées, dans un marché empreint d'une forte volatilité⁶³. En période de baisse des cours, le prix d'émission calculé en application de cette règle peut se situer au-dessus du prix du marché et rendre impossible le lancement de l'opération. En période de forte hausse des cours, la moyenne des dix cours la plus éloignée de la date d'émission peut se situer à un niveau sensiblement inférieur au cours de bourse du jour de l'émission et donc perdre toute efficacité dans son rôle de protection anti-dilutive des actionnaires existants.

Dans la mesure où une augmentation de capital se prépare sur plusieurs semaines, la règle des « 10 parmi les 20 » engendre des difficultés quant à l'évaluation du prix des titres offerts ; le calendrier d'émission, tel qu'il découle de la règle des « 10 parmi les 20 », laisse flotter une incertitude sur le prix d'émission qui sera finalement proposé aux marchés. Dans la pratique, pour pallier cet inconvénient, le preneur ferme se réserve une prime qui, in fine, sera supportée par les souscripteurs.

L'isolement de la France dans cette pratique constitue un désavantage concurrentiel pour les sociétés françaises ou les sociétés ayant choisi de localiser leur siège social dans notre pays et, en conséquence, pour le droit français.

À titre d'exemple, en Allemagne, sous réserve que l'effet dilutif n'excède pas 10 % du capital par an, la fixation du prix est libre mais doit respecter une « *décote raisonnable par rapport au cours du marché* » qui s'établit, en pratique, entre 3 et 5 % par rapport aux cours moyens des deux ou trois derniers jours précédant la clôture.

Il en va de même au Royaume-Uni où une décote maximale de 5 % par rapport au dernier cours de bourse précédant le lancement de l'offre⁶⁴ est autorisée. L'émission d'actions sans droit préférentiel de souscription est toutefois limitée, par un accord de place entre émetteurs et grands investisseurs institutionnels, à un maximum de 5 % du total des actions constituant le capital de la société et à 7,5 % sur une base cumulative de trois ans, ce plafond pouvant être porté à 10 % en cas de « *vendor placing* »⁶⁵.

Dans son rapport de juin 2002, la COB propose

61 Bulletin COB n° 239, *ibid.*, p. 5-6.

62 Voir H.-P. Jeancard & G. Morin, *Augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription : la règle des « 10 parmi les 20 »*, 632 Banque Magazine 46 (janvier 2002).

63 Synthèse de la consultation sur le projet de la procédure de contrôle des opérations financières et de délivrance du visa en date du 6 novembre 2001, question 23, Bulletin COB n° 362, p. 45 et suivantes.

64 Synthèse de la consultation sur le projet de réforme de la procédure de contrôle des opérations financières et de délivrance du visa en date du 6 novembre 2001, question 23, Bulletin COB n° 362, p. 45 et suivantes.

65 Émission d'actions pour le financement d'acquisitions structurée par une contribution d'actifs, étant entendu que ces actions peuvent être vendues sur le marché.

66 Rapport du groupe de travail sur les nouvelles formes d'augmentation de capital présidé par Jean-François Lepetit (juin 2002), p. 15 ; Voir également B.A. Jones, M.H. Hurlock & P.R. Henry, *Structuring PIPE transaction in key European jurisdictions*, 37 *Int'l Law*, 23, 36-40 (2003).

67 Principes généraux établis par la COB et le CMF relatifs aux opéra-

d'assouplir les règles sur l'émission d'actions avec suppression du droit préférentiel de souscription, considérant que « *les dispositions en vigueur relatives aux augmentations de capital ne sont plus adaptées à la situation actuelle du marché dont la volatilité statistique s'est considérablement accrue au cours des dernières années* »⁶⁶.

En novembre 2003, le gendarme boursier a réitéré son engagement pour un assouplissement des règles sur les augmentations de capital : « *Pour les opérations de moindre importance, le groupe avait rappelé en revanche que la règle des « 10 parmi les 20 » lui paraissait une contrainte difficile à gérer pour beaucoup d'émetteurs, en période de forte volatilité des cours. De façon à faciliter les opérations rapides de levée de capitaux, le groupe avait proposé, outre une modification de la règle du prix dans la loi, la création d'un système de programme global d'émission de titres. La Commission et le CMF souhaitent poursuivre les réflexions pour une mise en œuvre effective de ce système de programme global d'émission* »⁶⁷.

L'Autorité des marchés financiers (« AMF ») envisage de mettre en œuvre le système de programme global d'émission dans le cadre d'un groupe de place prenant en compte les évolutions induites par la loi de sécurité financière et la nouvelle directive « Prospectus »⁶⁸.

3. L'exercice d'un bon de souscription

L'acquisition d'une action par l'exercice d'un bon de souscription d'action ou par la conversion d'une obligation est également soumise à des restrictions. Ainsi, le prix payé par un investisseur qui exercerait son bon de souscription doit être supérieur à la valeur nominale de l'action⁶⁹. De même « *le prix d'émission des obligations convertibles ne peut être inférieur à la valeur nominale des actions que les obligataires recevront en cas d'option pour la conversion* »⁷⁰. Des dispositions similaires sont expressément exclues dans la Deuxième Directive⁷¹.

Les restrictions françaises portant sur le prix d'exercice des bons de souscription d'actions (« BSA ») ou du prix de conversion des obligations avec bon de souscription d'actions (« OBSA ») constituent un obstacle à l'émission de tels instruments financiers. Comme pour n'importe quelle option d'achat à long terme, la valeur d'un BSA est une fonction inverse de celle du prix d'exercice de son sous-jacent. Dès lors que les règles sur la valeur nominale augmentent artificiellement le prix d'exercice du BSA pour le porter au-dessus de cette valeur nominale, la valeur du BSA s'en trouve réduite sans qu'il y ait pour autant de bénéfice compensatoire⁷².

tions de levée de fonds utilisant des structures dérivées, Bull. COB, oct. 2003, n° 383, p. 1.

68 Principes généraux établis par la COB et le CMF relatifs aux opérations de levée de fonds utilisant des structures dérivées, Bull. COB, oct. 2003, n° 383, p. 14.

69 Article L.225-150 du Code de commerce qui s'applique aux obligations avec bons de souscription d'actions (OBSA). L'article 225-117 du Code de commerce soumet les bons de souscription d'actions indépendants (BSA) à d'autres restrictions.

70 Article 225-161 (4) du Code de commerce.

71 En fait, bien que les dispositions de la Deuxième Directive sur les autorisations des actionnaires et les droits préférentiels de souscription s'appliquent aux obligations convertibles, la Directive exclut expressément « *la conversion de telles obligations et l'exercice de son droit d'option pour la conversion* ». Voir article 25 (4) et 29 (6) de la Deuxième Directive.

72 Brealey & Myers, *op. cit.* p. 645-661.

En outre, édicter un prix minimum pour l'exercice du BSA risque de créer une zone de prix inefficace. Dans le cas, par exemple, d'une société dont les actions, à valeur nominale de 100 €, sont cotées à 80 €, la réglementation sur le capital social impose que le prix d'exercice d'option ou de BSA émis par cette société soit supérieur à 100 €, prix sans aucun intérêt, alors que des options ou des BSA avec un prix d'exercice égal ou inférieur à 80 € auraient un intérêt tant pour les investisseurs que pour la société ⁷³.

4. La conversion d'une obligation

Dans le cas d'obligations convertibles, la règle de la valeur nominale peut, pour certaines sociétés, être particulièrement pénalisante. En effet, les obligations convertibles sont le plus souvent émises par des sociétés faiblement capitalisées et faisant l'objet de fortes spéculations, pour lesquelles il est souvent difficile d'évaluer le risque de dette. L'émission d'obligations convertibles est susceptible de satisfaire prêteur et emprunteur dès lors que le taux d'intérêt pratiqué est relativement faible et que le risque du prêteur est compensé par la possibilité d'un accès au capital de la société ⁷⁴. Restreindre la possibilité d'émettre de tels instruments financiers quand la valeur d'une action est faible est contraire à toute logique économique.

Le gendarme boursier a récemment lancé une consultation de la place et suspendu l'émission en France d'obligations remboursables en actions (« ORA ») à coupon zéro ⁷⁵. Il répondait ainsi aux préoccupations de nombreux auteurs qui se demandaient si l'importante vague de placements d'ORA de décembre 2002 n'avait pas pour objet essentiel de contourner la législation sur le capital social et les droits préférentiels de souscription ⁷⁶.

Une ORA à coupon zéro équivaut financièrement à une vente à terme des actions sous-jacentes à un prix qui reflète le taux d'intérêt actualisé ⁷⁷. Un auteur qualifie ainsi la dette convertible, même en l'absence d'obligation de conversion (cas des ORA), d'« *entrée dans le capital par la petite porte* » et l'émission d'obligations convertibles d'« *accès au capital par la petite porte* » ⁷⁸. En utilisant des ORA, les émetteurs ont pu lever de la dette et placer leurs actions à un prix décoté sans enfreindre la législation sur

le capital social et le droit préférentiel de souscription, ni la règle des « 10 parmi les 20 » ⁷⁹.

Les récentes émissions d'obligations ont montré que les sociétés françaises sont obligées d'avoir recours à des structures de financement complexes afin de contourner la législation sur le capital social et le prix d'émission d'actions dans des opérations qui, dans d'autres circonstances, seraient parfaitement saines et simples. Si les avantages d'une telle législation sont discutables, les coûts pour la contourner sont particulièrement élevés et, pour cette raison, un changement du cadre législatif paraît s'imposer.

B Les contraintes relatives à la distribution du capital

Les règles relatives au capital social restreignent non seulement les modalités d'une augmentation de capital, mais aussi la distribution du capital par différents mécanismes : rachat d'actions ou réduction de capital. Le droit français, conforme sur ce point à la doctrine traditionnelle du capital social, ne permet pas la distribution de dividendes prélevés sur les réserves légales ou les réserves statutaires.

1. Distribution du capital

L'article L. 232-11 du Code de commerce dispose que « [h] ors le cas de réduction de capital, aucune distribution ne peut être faite aux actionnaires lorsque les capitaux propres sont ou deviendraient à la suite de celle-ci inférieurs au montant du capital augmenté des réserves que la loi ou les statuts ne permettent pas de distribuer » ⁸⁰. Cette disposition légale oblige une société à apurer préalablement ses pertes avant toute distribution de dividendes en imputant sur ces pertes les bénéfices qu'elle a réalisés. Une société peut alors se trouver confrontée aux situations suivantes : (i) soit l'apurement des pertes absorbe une partie seulement des bénéfices et elle peut distribuer le solde à ses actionnaires ; (ii) soit l'apurement des pertes absorbe la totalité des bénéfices et elle n'est pas en mesure de procéder à une distribution. Dans ce dernier cas, une société

⁷³ Plus précisément, une option d'achat à un prix d'exercice inférieur à 80 € serait « dans le marché », ou valorisable immédiatement si elle était exercée. Une option d'achat peut être valorisable même « hors du marché » mais sa valeur serait négligeable si elle était tellement « hors du marché » que les chances de l'exercer un jour seraient très faibles.

⁷⁴ Voir M.J. Brennan & E.S. Schwartz, *The Case for Convertibles*, 1 J. App. Corp. Fin. 55 (1998) ; C.M. Lewis, R.J. Rogalski & J.K. Seward, *Understanding the Design of Convertible Debt*, 11 J. App. Corp. Fin. 45 (1998) ; A.J. Triantis & G.G. Triantis, *Conversion Rights and the Design of Financial Contracts*, 72 Wash. U. L.Q. 1231 (1994) ; J.C. Hull, *Options, Futures, and Other Derivatives* 646-48 (4^e édition, 2000) ; et en France : A. Couret, J. Guillot & F. Peltier, *Les emprunts obligataires donnant droit à des actions, Actes Pratiques Sociétés*, 1993, n° 8 ; N. Andermahr, OC : Prévoyez une clause de remboursement anticipé, *Option Finance*, 1998, n° 494, p. 25 ; N. Andermahr, Préservez sa participation quand des financiers ont souscrit à des OC, *Option Finance*, 1999, n° 543, p. 17.

⁷⁵ *Lancement d'un groupe de travail sur les opérations de levée de fonds utilisant des structures dérivées*, COB, communiqué de presse du 20 décembre 2002 ; M. Evans, *French Regulator to Pass Judgment on Mandatory Convertibles*, IFLR (février 2003).

⁷⁶ L'enquête a été ouverte peu de temps après que la Deutsche Bank a placé sur le marché deux émissions d'ORA en décembre 2002, l'une de 1 milliard d'euros pour le compte de Vivendi et l'autre de 645 millions

d'euros pour le compte d'Alcatel.

⁷⁷ Voir notamment J.J. McConnell & E. Schwartz, *LYON Taming*, 41 J. Fin. 561 (1986) et J.J. McConnell & E. Schwartz, *The Origin of LYONs: A Case Study in Financial Innovation*, J. Applied Corp. Fin. (Hiver 2002), p. 40, portant sur les Liquid Yield Option Notes (LYONs), qui sont des contrats de vente et d'achat à terme d'obligations convertibles à coupon zéro qui ont été créés par Merrill Lynch en 1986. Voir également J.F. Navas, *Pricing LYONs under Stochastic Interest Rates* (Unpublished manuscript, 2001), http://profesores.ie.edu/jfnavas/documentos/paper_lyons.pdf.

⁷⁸ J.C. Stein, *Convertible Bonds as Backdoor Equity Financing*, 32 J. Fin. Econ. 3 (1992) ; mais voir également Triantis & Triantis, op. cit.

⁷⁹ En plus d'éviter le risque de crédit en recevant le coupon au départ, les investisseurs institutionnels peuvent couvrir les risques liés à l'action sous-jacente en prenant une position courte sur le marché. Ils se retrouvent ainsi avec un gain garanti égal à la différence entre le prix décoté de l'ORA (i.e. : net d'intérêt) et le prix de marché de l'action (shortée). Ce type de transaction exerce cependant une pression à la baisse sur les actions ce qui préoccupe les régulateurs des marchés financiers. Voir N. Raulot, *Le piège des convertibles*, La Tribune, 20 décembre 2002 ; Voir également W.H. Mikkelson, *Convertible Calls and Security Returns*, 9 J. Fin. Econ. 237 (1981), citant le cas d'une réaction négative du marché à l'annonce de l'émission d'obligations convertibles.

⁸⁰ Voir article 15 (1) de la Deuxième Directive.

déterminée à distribuer du numéraire à ses actionnaires ne disposera que de deux alternatives : (i) à supposer qu'elle ait anticipé la réalisation de bénéfices, elle procédera à l'apurement de ses pertes au moyen d'une réduction de capital, accompagnée, le cas échéant, d'une augmentation de capital, afin d'être en mesure, le moment venu, de distribuer les bénéfices réalisés ; (ii) elle procédera à une distribution de capital au moyen d'une réduction de capital, ce que lui permet la disposition légale précitée. Le choix de la seconde alternative peut ne pas être couronné de succès en raison du droit d'opposition des créanciers. En outre, sur un plan fiscal, l'opération n'est pas favorable aux actionnaires. En effet, les dividendes perçus par les actionnaires sont assortis d'un avoir fiscal⁸¹, tandis que les sommes qui leur sont versées dans le cadre d'une distribution de capital ne le sont pas. En outre, le montant de la réduction de capital est soumis au droit de partage de 1 %. La disposition légale protège les créanciers sociaux mais pénalise la société et ses actionnaires.

Aux États-Unis, la loi type RMBCA consacre, entre autres, le critère du « *Equity Solvency* » pour décider d'une distribution de dividendes. Selon ce critère, la société ne peut procéder à aucune distribution dès lors qu'elle entraîne une impossibilité de faire face au paiement des dettes lorsque celles-ci deviennent exigibles.

2. Rachat par une société de ses propres actions

La législation française relative au rachat par une société de ses propres titres est encore plus restrictive, ce qui peut paraître regrettable du fait qu'une telle opération est économiquement équivalente à une distribution de dividendes⁸². Alors que cette opération a longtemps été prohibée par la législation française, la loi du 2 juillet 1998⁸³ a introduit un régime d'autorisation sous conditions, tout en maintenant le principe de l'interdiction pour la société de souscrire ses propres titres. Le rachat par la société de ses propres titres n'est, toutefois, autorisé que dans les conditions et selon les modalités strictes prévues par la loi⁸⁴.

La modification la plus substantielle apportée par la loi concerne la possibilité pour les sociétés cotées de procéder au rachat de leurs actions. Toutefois, conformément

au droit commun, la société ne peut détenir plus de 10 % du total de ses propres actions⁸⁵. En outre, une société cotée doit (i) obtenir l'autorisation préalable de son assemblée générale (valable pour une durée de 18 mois), (ii) consulter, le cas échéant, son comité d'entreprise et (iii) diffuser une note d'information visée par l'AMF⁸⁶.

Analysant les dispositions de la Deuxième Directive, similaires, en substance, à celles de droit français⁸⁷, le rapport SLIM propose d'assouplir le régime du rachat par la société de ses propres titres en supprimant le seuil de détention de 10 % et en étendant la durée de l'autorisation de l'assemblée générale de 18 mois à 5 ans⁸⁸.

C Les restrictions liées à la notion de « perte de la moitié du capital »

La notion de « perte de la moitié du capital » énoncée à l'article L. 225-248 du Code de commerce ne résulte pas d'une transposition de la Deuxième Directive⁸⁹. Cette notion prévoit que, dans l'hypothèse où les capitaux propres deviennent inférieurs à la moitié du capital social, à la suite de pertes enregistrées, la société doit tenir une assemblée générale aux fins de recapitalisation ou de dissolution⁹⁰. Dans l'hypothèse où elle n'aurait pas procédé à une recapitalisation ou à une réduction de capital dans les deux années fiscales suivant celle au cours de laquelle les pertes sont constatées, « *tout intéressé peut demander en justice la dissolution de la société* »⁹¹.

1. Évolution de la notion

La notion française de « perte de la moitié du capital » est constituée de textes épars, sans véritable unité. La notion est née avec la loi du 24 juillet 1867 dont la finalité était d'imposer aux associés une obligation de se prononcer sur l'éventualité d'une dissolution de la société en cas de pertes équivalentes à plus de 75 % du capital social⁹². En 1967, le législateur français a ajouté l'obligation de recapitaliser la société dans l'hypothèse où les associés auraient opté pour la continuation de la société⁹³.

En 1969⁹⁴, la possibilité de réduire le capital afin que les pertes soient prises en compte est apparue comme une alternative. Concomitamment, le législateur, prenant acte

81 Cette disposition fiscale demeure applicable pour les dividendes et autres revenus distribués au cours de l'année 2004. A compter du 1^{er} janvier 2005, le dispositif de l'avoir fiscal.

82 Voir chapitre II ci-dessus.

83 Loi n° 98-546 du 2 juillet 1998.

84 Articles L. 225-206, II, al. 1, et s. du Code de commerce.

85 Article L. 225-210, al. 1, du Code de commerce.

86 Article L. 225-209, al.1, du Code de commerce et règlement COB n° 98-02, modifié par les règlements COB n° 2000-06 et n° 2003-02).

87 Article 19 de la Deuxième Directive (voir sur cet article, Enriques & Macey, supra note 2, p. 1177-81).

88 Rapport SLIM (www.europa.eu.int), proposition n° 4. Le régime français impose des procédures encore plus onéreuses que celles édictées par la Deuxième Directive, telles que la consultation préalable du comité d'entreprise et la notification à l'AMF.

89 Des dispositions similaires peuvent être trouvées en Espagne ou en Italie. Voir article 2447-48 du Code civil italien et les articles 260 et 262 du Code des sociétés espagnol. La Deuxième Directive exige la tenue d'une assemblée générale mais ne prévoit pas l'alternative entre la recapitalisation et la dissolution. L'article 17 de la Deuxième Directive prévoit que « *En cas de perte grave du capital souscrit, l'assemblée générale doit être convoquée dans un délai fixé par les législations des États membres afin d'examiner s'il y a lieu de dissoudre la société ou d'adopter toute autre mesure* ».

90 Aux termes de l'article L. 225-248 du Code de commerce, « *Si, du fait de pertes constatées dans les documents comptables, les capitaux propres de la société deviennent inférieurs à la moitié du capital social, le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, est tenu dans les quatre mois qui suivent l'approbation des comptes ayant fait apparaître cette perte, de convoquer l'assemblée générale extraordinaire à l'effet de décider s'il y a lieu à dissolution anticipée de la société. Si la dissolution n'est pas prononcée, la société est tenue, au plus tard à la clôture du deuxième exercice suivant celui au cours duquel la constatation des pertes est intervenue et sous réserve des dispositions de l'article L. 224-2, de réduire son capital d'un montant au moins égal à celui des pertes qui n'ont pas pu être imputées sur les réserves, si, dans ce délai, les capitaux propres n'ont pas été reconstitués à concurrence d'une valeur au moins égale à la moitié du capital social.* »

91 Article L. 225-248, al. 4 du Code de commerce.

92 G. Lequen, *La réglementation de la situation sociale après la constatation d'un actif inférieur au quart du capital social*, JCP CI, 1972, II, 10446 ; L. Pierre-François, *À propos de l'actif net devenu, du fait de pertes, inférieur au quart du capital social*, JCP CI, 1975, II, 11831.

93 Loi du 24 juillet 1966, et décret du 23 mars 1967. Cf. D. Bastian, *La réforme du droit des sociétés commerciales: Sociétés par actions*, JCP G, 1968, I, 2183, n° 648.

94 Loi n° 69-12 du 6 janvier 1969.

que le capital social est un instrument de mesure peu fiable, introduisit la nouvelle variable de l'actif net. L'option « dissoudre, recapitaliser ou réduire le capital » ne devait plus alors se poser aux associés que dans l'hypothèse où l'actif net représentait moins de 25 % du capital social.

En 1981, la loi française s'est conformée à la Deuxième Directive et le seuil de déclenchement a été porté à 50 % du capital social⁹⁵. En 1983, la France a adopté la terminologie de la quatrième directive du 25 juillet 1978, en remplaçant le terme « actif net » par un terme équivalent : celui de « capitaux propres ». Les capitaux propres sont constitués du capital social, des réserves, des résultats enregistrés durant l'année en cours et des résultats en instance d'affectation⁹⁶.

La France s'est pour une fois montrée relativement restrictive dans la transposition de cette directive. Un auteur note à ce propos : « adoptée ainsi sous l'emprise de la nécessité, la loi du 30 décembre 1981 ne témoigne pas d'un zèle excessif du gouvernement ou des parlementaires. À de rares exceptions près, elle se borne à réformer ce que la directive imposait de modifier. Elle ne va pas au-delà. [...] la loi nouvelle traduit donc plus la continuité que le changement⁹⁷. » Cette approche française a eu pour conséquence d'introduire la notion de capitaux propres en tant qu'outils de mesure supplémentaire de la solvabilité d'une société, tout en conservant l'étalon du capital social⁹⁸.

2. La remise en cause de la notion

La raison d'être de la notion de « perte de la moitié du capital » est de protéger les créanciers en s'assurant que la société conserve une partie importante de ses actifs. Son objet, qui consiste à éviter la liquidation judiciaire de la société, ne peut donc tolérer des délais aussi longs que ceux prévus par l'article L. 225-248 : « Si du fait de pertes constatées dans les documents comptables, les capitaux propres deviennent inférieurs à la moitié du capital social, le conseil d'administration ou le directeur, selon le cas, est tenu dans les quatre mois qui suivent l'approbation des comptes ayant fait apparaître cette perte, de convoquer l'assemblée générale extraordinaire à effet de décider s'il y a lieu à dissolution anticipée de la société. Si la dissolution n'est pas prononcée, la société est tenue, au plus tard à la clôture du deuxième exercice suivant celui au cours duquel la constatation des pertes est intervenue et sous réserve des dispositions de l'article L. 224-2, de réduire son capital d'un montant au moins égal à celui des pertes qui n'ont pas pu être imputées sur les réserves, si dans ce délai, les capitaux propres n'ont pas été reconstitués à concurrence d'une valeur au moins égale à la moitié du capital social [...] Dans

95 Loi n° 81-1162 du 30 décembre 1981. Y. Guyon, *La mise en harmonie du droit français des sociétés avec la directive des communautés européennes sur le capital social*, JCP CI, 1982, II, 13740, p. 149. Aux termes de l'article 17 (2) de la Deuxième Directive, « La législation d'un État membre ne peut pas fixer à plus de la moitié du capital souscrit le montant de la perte considérée comme grave au sens du paragraphe 1 ».

96 Article 9 de la Deuxième Directive.

97 Y. Guyon, *La mise en harmonie du droit français des sociétés avec la directive des communautés européennes sur le capital social*, JCP CI, 1982, II, 13740, p. 146.

98 Y. Guyon note que « paradoxalement le droit européen serait alors générateur d'insécurité, ce qui est exactement le contraire du but recherché », *ibid* p. 153.

99 La société doit avoir été recapitalisée, ou le capital social réduit, au

tous les cas, le tribunal peut accorder à la société un délai maximal de six mois pour régulariser la situation »⁹⁹. Durant ce délai supérieur à deux ans, la société peut se retrouver dans une situation d'insolvabilité profonde laquelle dessert les créanciers qui, pendant ce temps, ont continué à se fier au montant non encore ajusté du capital social de leur débiteur¹⁰⁰.

Au lieu de se fier à cette comparaison artificielle entre les capitaux propres et le capital social, les créanciers devraient plutôt se concentrer sur l'évaluation des capitaux propres, y compris ses nécessaires ajustements, ainsi que sur les réserves sociales, en s'appuyant sur l'évolution financière de la société. L'équation mettant en balance la valeur des capitaux propres, tels que reflétés dans les bilans de la société, et le capital social n'est pas financièrement significative. Une analyse plus adéquate consisterait à comparer la valeur économique réelle des actifs et des dettes d'une société et à exiger des sociétés insolubles qu'elles se mettent rapidement en état de cessation des paiements¹⁰¹.

D Autres dispositions restrictives

1. Réduction du capital social

La réduction de capital nécessite une décision d'une assemblée générale extraordinaire ainsi qu'un rapport du commissaire aux comptes sur les raisons et les modalités de la réduction de capital. Si la réduction de capital n'est pas motivée par des pertes, elle peut faire l'objet d'une opposition des créanciers ou, le cas échéant, du représentant de la masse des obligataires. Dans une telle hypothèse, l'opération est suspendue et une décision judiciaire peut soit ordonner le remboursement des créances, soit ordonner la constitution de garanties, soit enfin rejeter l'opposition¹⁰².

Un créancier peut, dès lors, menacer de paralyser une telle opération au détriment des associés ou d'autres créanciers, ou contraindre la société à négocier le paiement de sa dette en contrepartie de sa renonciation à agir¹⁰³.

2. Soutien financier

Aux termes de l'article L. 225-216 du Code de commerce, « une société ne peut avancer des fonds, accorder des prêts ou consentir une sûreté en vue de la souscription ou de l'achat de ses propres actions par un tiers ». Cette disposition qui transpose l'article 23 (1) de la Deuxième Directive a pour effet d'interdire à une société d'apporter un soutien financier à un tiers en vue de l'acquisition de ses propres

plus tard à la clôture du deuxième exercice qui suit celui où les pertes ont été constatées, ce délai pouvant être prorogé sur décision de justice de six mois.

100 En outre, les actionnaires majoritaires peuvent faire usage de cette règle pour évincer certains actionnaires minoritaires qui n'auraient pas l'assise financière nécessaire pour souscrire à de nouvelles actions. Voir Enriques & Macey, *supra* note 2, p. 1201-02.

101 Le test de solvabilité proposé par la loi type RMBCA et les procédures d'ouverture prévue par le Code des faillites peuvent à cet égard se révéler particulièrement éclairants. Pour une analyse plus approfondie, voir chapitre II.

102 Articles L. 225-204 et L. 225-205 du Code de commerce.

103 Pour une analyse du *hold out problem*, voir M. Roe, *The Voting Prohibition in Bond Workouts*, 97 Yale L. J. 232 (1987).

actions par celui-ci¹⁰⁴. Le droit anglais aménage une procédure de régularisation (*whitewash*) permettant au conseil d'administration et aux commissaires aux comptes d'autoriser un tel soutien financier. Aucune procédure équivalente n'existe en France¹⁰⁵.

Un auteur note que « *la règle prohibant tout soutien financier est basée sur une logique étrange: alors que la directive n'interdit pas [...] à une société de racheter ses propres actions ou de concéder des prêts à ses associés, la combinaison de ces deux opérations dans la perspective du rachat d'actions [...] est totalement prohibée* »¹⁰⁶.

Le rapport SLIM recommande aux États membres de l'Union européenne de limiter au maximum l'interdiction édictée par la directive en permettant un soutien financier lorsqu'il se situe en deçà d'un seuil correspondant à une part des actifs distribuables ou lorsqu'il concerne la souscription d'actions nouvelles¹⁰⁷.

En pratique, la règle prohibant le soutien financier peut soulever de sérieuses difficultés. Elle est susceptible d'interdire les pratiques de garanties ascendantes ou croisées, les prêts intragroupes ou les garanties consenties par les filiales à leur mère. Elle peut ainsi, en pratique, entraver une opération de *leverage buy-out* (LBO) dans laquelle les actifs de la cible constitueraient une garantie dans le cadre du financement de l'acquéreur¹⁰⁸. Les opérations de LBO, généralement conçues comme des opérations économiquement saines du fait, notamment, de leur effet disciplinaire sur les organes de direction et sur les flux de trésorerie¹⁰⁹, sont donc rendues plus délicates du fait de règles inopportunes.

Une commission gouvernementale anglaise, examinant le projet de réforme législative du droit des sociétés au Royaume-Uni, remarque que « *dans l'hypothèse d'une possible insolvabilité, un tel soutien financier peut menacer les intérêts des créanciers sociaux alors que les textes sur les director's duties et sur le fraudulent and wrongful trading s'avèrent pertinents* »¹¹⁰. Le coût de cette règle est toutefois significatif du fait de son effet restrictif quant au contrôle des sociétés¹¹¹.

IV Les considérations permettant d'expliquer les différences entre les régimes européen et américain

Des considérations économiques, juridiques et culturelles peuvent expliquer pourquoi les règles relatives au capital social prévalent en Europe alors que les États-Unis les ont abrogées il y a plus de cent ans.

Certains auteurs concluent, à ce titre, que « *la différence entre la législation américaine et européenne sur le capital social peut expliquer non seulement la vigueur des marchés de capitaux aux États-Unis par rapport à celle des marchés de capitaux européens mais aussi le fait que les banques dominent la conception de la corporate governance en Europe* »¹¹².

A Considérations liées aux mécanismes de crédit

Le marché européen du crédit a, traditionnellement, été dominé à la fois par des prêteurs « bancaires seniors » qui favorisaient des mécanismes de financement conservateurs et par une stricte réglementation sur le capital social. En restreignant les paiements de dividendes et les rachats d'actions, les règles sur le capital social attribuent aux créanciers une certaine protection obligatoire non négociable. Les organismes de prêts traditionnels, tels que les banques, bénéficient de ces restrictions sans que cela n'entraîne de coût. En outre, en limitant le marché du financement en capital, les règles sur le capital social renforcent la position des prêteurs bancaires seniors et handicapent les concurrents potentiels tels que les investisseurs en capital et les prêteurs à haut risque¹¹³.

À l'opposé, les marchés financiers américains ont développé diverses techniques, dans le but de lever des capitaux et de faciliter l'obtention du crédit, telles que les marchés secondaires d'émission d'instruments financiers, les sociétés de capital-risque, les instruments financiers basés sur des hypothèques ou sur des créances consommateurs. Les investisseurs en produits *high yield* et en ins-

104 Enriques & Macey, supra note 2, p. 1181.

105 Ibid, p. 870-71; Voir aussi J.L. Calisti & A. Zorin, *Private Equity à la Française: Tax and Finance Structuring Elements for Private Equity Investments in France*, IFLR (February 2002).

106 E. Wymeersch, *Article 23 of the Second Company Law Directive: The Prohibition on Financial Assistance to Acquire Shares of the Company*, Festschrift für Ulrich Drobnig 725 (1997), p. 741.

107 Rapport SLIM, (www.europa.eu.int), proposition n° 5.

108 D.J. Beveridge & C.L. Ruby, *High Yield Debt Offerings in Europe*, 1281 *PLI/Corp* 835, 867-72 (2001); C.G.M. Lumsden, *Financial Assistance Problems in Management Buy Outs*, 1987 *J. Bus. L.* 111 (1987); Armour, op. cit.

109 Les LBO sont généralement considérés comme économiquement bénéfiques, voir notamment Michael Jensen's et M.C. Jensen, *Eclipse of the Public Corporation*, Harvard Business Review (Sept.-oct. 1989); cf. également M.C. Jensen, *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, 76 *American Econ. Rev.* 323 (1986); M.C. Jensen & W.H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *J. Fin. Econ.* 305 (1976).

110 *Modern Company Law for a Competitive Economy: Company Formation and Capital Maintenance*, A Consultation Document from the Company Law Review Steering Group (octobre 1999), section 3.41,

(<http://www.dti.gov.uk/cld/1843cptl.pdf>).

111 Enriques & Macey, supra note 2, p. 1197.

112 Ibid, p. 1166.

113 Voir, notamment, Kübler, op. cit., qui déclare que « *les règles sur le capital constituent une restriction à la liberté de contracter en ce qu'elles imposent à tous les créanciers des coûts qui visent à réduire les risques de certains au moins de ces créanciers préféreraient ne pas supporter de manière à négocier un plus haut rendement.* » Voir aussi: « *Les banques [...] ont traditionnellement été en faveur du régime relatif au capital social; mais ceci ne semble dorénavant plus vrai. Ceci peut s'expliquer par des changements dans le marché des prêts. Tant que la marge entre les taux d'intérêts versés pour des dépôts et reçus pour des prêts était élevée, les banques avaient intérêt à conserver un système de financement par la dette dans une large mesure. Puisque la marge s'est considérablement restreinte et que les risques des prêts à long terme ont augmenté, les banques se sont plus intéressées au secteur des valeurs mobilières, qui génère des honoraires, et ont favorisé ainsi un système orienté davantage vers le marché des valeurs mobilières.* » Kübler cite le PDG de la Dresdner Bank, qui déclarait lors d'un entretien en 1998 que « *les règles traditionnelles relatives au capital social sont devenues une charge pour l'activité de prêt.* » Walter, *Gesetzliches Garantiekapital und Kreditscheidung der Banken*, AG 1998, 370 ff (en allemand).

truments de dettes subordonnées tendent à considérer que le risque crédit est une opportunité d'investissement et non un désavantage ¹¹⁴.

Les institutions financières européennes ont joué un rôle plus important que leurs homologues américaines. Certaines restrictions légales, telles que le Bank Holding Company Act ¹¹⁵ et le Glass-Steagall Act ¹¹⁶, ont limité la portée de l'activité bancaire américaine, interdisant aux banques d'outre-Atlantique d'opérer au niveau national, d'exercer une activité commerciale, de s'affilier avec des banques d'investissement, des fonds communs de placement, des assureurs, ou d'investir en actions en coordination avec d'autres intermédiaires financiers ¹¹⁷.

Le conservatisme des banques apparaît flagrant dans le différend qui les oppose aux porteurs d'obligations à haut rendement. Alors que la « subordination structurelle » prévaut sur le marché européen ¹¹⁸, aux États-Unis, en revanche, les obligations à haut rendement sont, en général, subordonnées contractuellement aux banques et autres créanciers seniors. Les transactions à effet de levier aux États-Unis sont structurées de telle sorte que celui qui a souscrit la dette « senior » (généralement garantie et consentie par des banques traditionnelles) est aussi l'émetteur d'obligations subordonnées à haut rendement.

Les « *senior lenders* » européens ont cherché à éviter que les porteurs d'obligations à haut rendement ne participent, avec eux, aux négociations de restructuration. Ainsi, dans de récentes et importantes transactions, les porteurs d'obligations à haut rendement ont accepté un niveau de protection moins important que ce qui est pratiqué aux États-Unis ¹¹⁹. En Europe, les opérations *high yield* sont structurées de telle sorte que la société émettrice des obligations *high yield* soit, en fait, une société holding ad hoc qui détient à 100 % la société « opérante », c'est-à-dire la société qui possède réellement les actifs, tandis que les prêts bancaires « seniors » sont consentis directement au profit de la société « opérante » ¹²⁰.

Il résulte de la subordination structurelle que le porteur d'obligations à haut rendement ne dispose d'aucun

moyen d'obtenir le remboursement de sa créance sur les actifs de la société « opérante ». Les obligations à haut rendement sont ainsi subordonnées non seulement vis-à-vis de la dette « senior », mais aussi vis-à-vis de toutes autres dettes au niveau de la société « opérante ».

De même qu'en matière de subordination structurelle, les règles relatives au capital social témoignent de l'influence des prêteurs institutionnels européens ¹²¹. Des auteurs avancent que la rigidité des règles européennes sur le capital social est un choix public délibéré ¹²² et invoquent que « *certaines groupes d'intérêts, ayant plus d'influence en Europe qu'aux États-Unis, bénéficient significativement des règles relatives au capital social, en dépit de leur inefficacité* » ¹²³.

B Considérations de culture juridique

Les différences de culture juridique peuvent aussi expliquer pourquoi l'Europe et les États-Unis disposent de règles si différentes sur le capital social. La France et l'Allemagne, par exemple, ne conçoivent pas l'application de critères juridiques d'origine jurisprudentielle mais préfèrent appliquer des règles fixes telles que la règle de la valeur nominale ou du capital minimum. Inversement, la transformation de normes ambiguës d'origine judiciaire en règles de droit constitue l'essence même de la jurisprudence issue du *common law*.

C Considérations liées au droit des entreprises en difficulté

L'Europe et les États-Unis diffèrent aussi dans leur approche du droit des faillites. En Europe, la faillite est entachée de honte et entraîne la ruine financière ¹²⁴. Neuf dépôts de bilan sur dix se soldent par des liquidations judiciaires en France ¹²⁵. Aux États-Unis, en revanche, le chapitre 11 du Code des faillites ¹²⁶, synonyme de « seconde chance » pour le débiteur en détresse et loin d'être considéré avec mépris, est un mécanisme efficace pour restructurer

114 J.R. Macey & G.P. Miller, *Corporate Governance and Commercial Banking: A Comparative Examination of Germany, Japan, and the United States*, 48 Stan. L. Rev. 73 (1995); Mark J. Roe, *A Political Theory of American Corporate Finance*, 91 Colum. L. Rev. 10, 13-16 (1991).

115 Le Bank Holding Company Act de 1956, 12 U.S.C. §§ 1841-1850 (1994).

116 Le Banking Act de 1933 (Glass-Steagall), ch. 89, 48 Stat. 162 (1933) (amendé et codifié dans de multiples articles du 12^e USC). Le Glass-Steagall Act prévoit la séparation des activités bancaires commerciales des activités bancaires d'investissement; 12 USC §§ 24, 78, 377, 378(a) (1994).

117 M.J. Roe, *Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States*, 102 Yale L.J. 1927, 1948 (1993).

118 Voir, notamment, « *High Yield Bites Back* », *Credit Magazine* (Jan. 1, 2003): Douze fonds européens d'obligations *high yield* ont écrit une lettre à des banques d'investissement leur demandant de changer les techniques de subordination de crédit. Un investisseur obligataire à haut rendement déclarait « *nous voulons que l'émission obligataire provienne de la même entité à qui les banques prêtent et que la subordination soit contractuelle plutôt que structurelle. Nous reconnaissons la séniorité des banques et proposons toujours de rester dans une position de subordination* ».

119 Voir, notamment, R. Mannix, *Can Europe's Lawyers Save the Junk Bond Market?*, 22:6 IFLR (juin 2003), citant les émissions d'obligations à haut rendement réalisées par Legrand (600 millions d'euros, février 2003), Nycomed (225 millions d'euros, mars 2003), et Brake Bros (105 millions d'euros, avril 2003).

120 Voir, notamment, B. Edwards, *Restructuring European High Yield*

Bonds, PLI/Corp. B0-0162 (décembre 2001); D.E. Dokos & M.E. Simms, *What Do We Mean by Subordination?*, SG023 ALI-ABA 153 (septembre 2001).

121 Voir supra notes 38-39.

122 La théorie économique a traditionnellement mis l'accent sur les choix privés des particuliers sur le marché et la science politique s'est astreinte à ne pas analyser la prise de décision individuelle. La « théorie du choix public » est à l'intersection de ces deux domaines, utilisant la méthodologie économique pour analyser certains domaines de la science politique. En 1986, James M. Buchanan a obtenu le prix Nobel d'économie pour sa théorie du choix public en matière de prise de décision politique. Voir, d'une manière générale, J.M. Buchanan & G. Tullock, *The Calculus of Consent* (1962). Des auteurs juristes de la Chicago School ont appliqué l'analyse du choix public à des problèmes juridiques; voir, notamment, P.P. Frickey & D.A. Farber, *Law and Public Choice: A Critical Introduction* (1991); R. Revesz, *Federalism and Environmental Regulation: A Public Choice Perspective*, 115 Harv. L. Rev. 555 (2001).

123 Enriques & Macey, op. cit., p. 1202.

124 Voir, notamment, T. Eisenberg & S. Sundgren, *Is Chapter 11 Too Favorable to Debtors? Evidence from Abroad*, 82 Cornell L. Rev. 1532 (1997); K. Kamlah, *The New German Insolvency Act: Insolvenzordnung*, 70 Am. Bankr. L. J. 417 (1996); L.M. LoPucki & G.G. Triantis, *A Systems Approach to Comparing U.S. and Canadian Reorganization of Financially Distressed Companies*, 35 Harv. Int'l L. J. 267 (1994).

125 N. Braulot, Le « chapitre 11 » à la française va modifier le marché du crédit, *La Tribune* du 24 oct. 2003, p. 34b.

126 11 U.S.C. §§1101-1174 (1994 & Supp. II 1996).

turer la dette ¹²⁷. Même avant l'entrée en vigueur du Bankruptcy Reform Act de 1978 ¹²⁸, le débiteur américain, à la différence du débiteur anglais ¹²⁹ ou européen ¹³⁰, n'était pas découragé. Cette différence tient à l'esprit entrepreneurial qui a permis la construction de l'Amérique et selon lequel la prise de risque n'est ni sanctionnée ni pénalisée.

Les juridictions européennes, quant à elles, ont mis l'accent sur des mesures conservatrices de protection en faveur des créanciers. Parmi ces règles, se retrouvent celles sur le capital social qui, pour certains auteurs, protègent les sociétés de l'insolvabilité et des coûts résultant d'une faillite ¹³¹. Lorsqu'une société perd de l'argent, elle est tenue à l'obligation de maintenir le minimum en capital requis par la loi. La société est alors contrainte de recapitaliser ou d'être dissoute pour limiter, au moins en théorie, son insolvabilité.

Un auteur remarque que « *la législation sur le capital social ne fait que reporter une restructuration du capital et n'a pas en soi de conséquences directes en terme d'efficacité* » ¹³². Cependant, la date d'ouverture d'une procédure collective a des conséquences directes pour les créanciers qui cherchent à recouvrer leurs créances ¹³³.

Toutefois, la doctrine sur le capital social est une réponse toute relative au problème de l'insolvabilité. Les règles européennes en matière de maintien du capital social, inspirées de cette doctrine, édictent que les capitaux propres d'une société ne soient jamais inférieurs à une somme prédéterminée sur l'échelle du capital social. Or, cette échelle peut être manipulée par les actionnaires au moyen d'une réduction de capital au minimum légal. Le seuil minimum imposé par les différentes législations européennes est si dérisoire qu'au moment où la société rencontre des difficultés financières, son capital social est déjà largement épuisé ¹³⁴.

Certains auteurs préconisent, cependant, un durcissement de la réglementation sur le capital social considérant qu'elle constitue pour les créateurs d'entreprises, le prix à payer en contrepartie d'une responsabilité limitée ¹³⁵. Un auteur souligne à ce titre que « *l'objectif est double... : d'une part, montrer qu'à une responsabilité limitée correspond tout de même des devoirs et, d'autre part, éviter les*

créations d'entreprises trop hasardeuses » ¹³⁶. Cet argument peut être défendu pour des sociétés comme les EURL et les SARL constituées, le plus souvent, pour protéger leur(s) associé(s) du risque financier encouru. Or, de manière quelque peu ironique, les réglementations européennes ont exempté ces sociétés, de petite taille et faiblement capitalisées, de l'obligation de constituer un capital social minimal alors que les règles restrictives continuent à s'appliquer aux sociétés plus importantes faisant appel public à l'épargne ¹³⁷.

Conclusion

Alors que plusieurs facteurs légaux et structurels peuvent expliquer la différence de taille et d'efficacité entre les marchés de capitaux américains et européens, la doctrine du capital social, basée sur des conceptions archaïques et purement formelles, est sans doute la plus facile à réformer. Même si le droit européen interdit à la France d'abolir totalement sa législation sur ce point, le législateur français pourrait, toutefois, supprimer les dispositions qui excèdent les exigences communautaires ¹³⁸. En effet, les dispositions du Code de commerce français relatives au capital social sont bien plus restrictives que les règles communautaires sur la question, lesquelles font déjà l'objet de critiques et mériteraient d'être réformées compte tenu, notamment, du développement des marchés de capitaux qui exigent plus de souplesse.

Par ailleurs, la protection des créanciers serait bien plus efficacement assurée par l'application de règles de publication plus strictes plutôt que par l'application de règles impératives restreignant la réalisation d'opérations sur capital. En outre, à l'instar du système américain, les créanciers pourraient bien mieux se prémunir sur le terrain contractuel au moyen, notamment, d'un renforcement des sûretés pouvant leur être consenties, par l'obligation faite au débiteur de se maintenir dans les limites de ratios financiers préétablis (le ratio de liquidité, par exemple, mesure l'actif circulant par rapport aux dettes à court terme) et par l'insertion d'autres clauses restrictives dans le contrat de prêt qui soient adaptées à l'opération envisagée. ■

127 Voir, notamment, D.G. Baird, *The Initiation Problem in Bankruptcy*, 11 Int'l Rev. L. & Econ. 223 (1991); F.H. Easterbrook, *High-Yield Debt as an Incentive Device*, 11 Int'l Rev. L. & Econ. 183 (1991); E. Berkovitch & R. Israel, *The Bankruptcy Decision and Debt Contract Renegotiations*, 2 Eur. Fin. Rev. 1 (1998).

128 Pub. L. n° 95-598, 92 Stat. 2549 (1978). Un auteur remarque que « *le Bankruptcy Reform Act de 1978 constitue le zénith du droit des faillites en faveur du débiteur.* » C. Felsenfeld, *Denial of Discharge for Substantial Abuse: Refining - Not Changing - Bankruptcy Law*, 67 Fordham L. Rev. 1369 (1999).

129 La loi de 1732 édictée sous George II (5 Geo. 2, ch. 30 (1732)) a constitué le droit anglais de la faillite applicable entre la constitution des Etats-Unis et l'entrée en vigueur de la première loi américaine sur la faillite en 1800 (Bankruptcy Act de 1800, ch. 19, 2 Stat. 19, abrogé ch. 6, 2 Stat. 248 (1803)). Cette loi relaxait le débiteur qui coopérait mais condamnait à la peine de mort le débiteur coupable de fraude. La peine de mort du débiteur coupable de fraude existait depuis une loi édictée sous le règne de Anne, (4 Anne, ch. 17 (1705)), qui disposait que le débiteur fraudeur « *devra souffrir comme un criminel sans bénéficier des prérogatives du clergé* ». Voir C.J. Tabb, *The Law of Bankruptcy* (1997), p. 30-32.

130 Voir, notamment, S. Scott, *The Civil Law* 63-64 (1932), décrivant le droit romain des faillites : « *[Q] uand un défendeur, après un délai de trente jours, est poursuivi devant un tribunal pour la deuxième fois par le plaignant et qu'il n'est pas relaxé par jugement [...] le plaignant, après que le débiteur lui a été livré, peut se saisir de ce dernier, l'attacher ou l'enchaîner. [...] Une fois qu'il a été enchaîné pendant soixante jours [...], il sera condamné à être réduit à l'esclavage par le plaignant à qui il a été livré, ou*

bien, si ce dernier préfère, il pourra être vendu par delà le Tibre [...]. Lorsque le débiteur est livré à plusieurs personnes pour compte de dette, [...] ces personnes sont autorisées à se partager le débiteur en différentes parties, si elles désirent procéder à ce partage. [...]. »

131 Miller, supra note 27, p. 6.

132 Ibid, id.

133 Voir Y. Guyon, *La mise en harmonie du droit français des sociétés avec la directive des communautés européennes sur le capital social*, JCP CI, 1982, II, 13740, p. 149.

134 Le problème de la détection tardive des difficultés financières des entreprises est encore renforcé en France car l'article 225-248 du Code de commerce permet de ne libérer une partie du capital social que deux ans après l'augmentation.

135 J. Freedman, *Limited liability: Large Company Theory and Small Firms*, 63 Mod. L. Rev. 317 (2000).

136 Ibid., p. 338; l'auteur souligne également que « *l'obligation d'un capital social minimum ne mettrait pas fin à l'accès des entreprises économiquement fondées à bénéficier du régime de responsabilité limitée, mais constituerait un rappel formel que le choix d'une forme sociale à responsabilité limitée n'était pas toujours approprié.* »

137 Voir proposition 2003, op. cit. Le fait que les sociétés à capital fermé soient exemptées des réglementations sur le capital social est le fruit d'un compromis entre la Grande-Bretagne et les autres Etats membres de l'Union européenne. La Grande-Bretagne ayant réussi à éviter l'extension de la doctrine du capital social aux sociétés à capital fermé.

138 Voir l'analyse de la règle du maintien du capital social.