

L'anti-dilution dans les financements mezzanine



FRÉDÉRIC GROS
Avocat à la Cour
Clifford Chance

L'essor des financements mezzanine a permis la mise en place de mécanismes anti-dilutifs sophistiqués reposant sur l'émission de bons de souscription d'actions au profit des investisseurs mezzanine. Le principe d'égalité des actionnaires n'en sort pas toujours indemne. Analyse de ces clauses âprement négociées entre acquéreurs et investisseurs mezzanine.

1. Les financements mezzanine constituent un mode de financement particulièrement original car ils permettent à la fois un financement par endettement classique et par souscription au capital d'une société¹. Cette originalité a suscité l'engouement des banquiers et investisseurs financiers en France dès la fin des années 80² ainsi que la curiosité des juristes envers cette opération de financement dont le «risque» est intermédiaire entre dette bancaire classique et fonds propres³.

Passé l'attrait de la nouveauté et surtout la crise économique des années 1991 à 1993, le financement mezzanine a repris un véritable essor en 1997, année où les acquisitions avec effet de levier (LBO) se sont multipliées sur le marché français avec le retour de la croissance⁴.

2. Le financement mezzanine a trouvé des ressources inattendues dans le droit français⁵ et le recours à des institutions juridiques anciennes, telles que la stipulation pour autrui⁶, témoigne d'une souplesse méconnue du droit français. Les investisseurs mezzanine ont ainsi rapidement adopté une institution juridique «sur mesure» avec cette variante des valeurs mobilières composées que constituent les obligations à bon de souscription (OBSA) introduites dans notre système juridique avant l'apparition des premiers financements mezzanine en France⁷.

3. Le nombre important de LBO de taille moyenne réalisé en France et la sophistication croissante des structures ont permis une certaine standardisation de la documentation juridique afférente à ce type de financement.

En outre, certains problèmes juridiques qui se sont initialement posés dans les opérations de financement d'acquisition, ont fini par trouver une réponse satisfaisante

pour l'ensemble des acteurs du marché. A titre d'exemple, le concept de subordination conventionnelle⁸ s'intègre progressivement dans le système juridique français en dépit de l'absence de jurisprudence véritablement arrêtée sur la question. Par ailleurs, la controverse sur la possibilité de constituer un nantissement de deuxième rang⁹ sur les actions de la société cible semble à juste titre définitivement abandonnée au profit d'un nantissement constitué en faveur des créanciers prioritaires et subordonnés comparissant à l'acte pari passu¹⁰. En revanche, la complexité croissante de la documentation juridique conclue entre les fonds d'investissements, les banques seniors et les investisseurs mezzanine a suscité de nouvelles interrogations et notamment sur la notion d'anti-dilution.

4. En leur qualité d'actionnaires potentiels, les investisseurs mezzanine ont cherché à se prémunir contre la dilution de leur participation dans le capital de la société reprenueuse. Cette expression «dilution» est davantage un anglicisme qu'un concept reconnu et admis par le droit français des sociétés. Toutefois, elle est incontestablement devenue courante et désormais utilisée dans les ouvrages de droit des sociétés¹¹.

La dilution peut se définir comme la constatation par un actionnaire de la réduction de sa quote-part de détention dans le capital social à la suite d'une opération affectant ce capital social. Une clause anti-dilutive a donc pour objet d'empêcher ou de limiter la réduction de cette quote-part.

Nous limiterons notre analyse des clauses anti-dilutives à l'hypothèse de financement mezzanine souscrit sous forme d'OBSA émises par des sociétés non cotées, considérant qu'il s'agit de la technique la plus couramment utilisée à l'heure actuelle par les investisseurs mezzanine¹².

5. Le mécanisme d'anti-dilution est parfois utilisé par certains professionnels du capital-investissement cherchant à se protéger contre une baisse possible de la valorisation de la société dont ils sont devenus actionnaires en mettant en place des mécanismes d'ajustement automatique à la hausse de leur pourcentage de détention en capital proportionnel à la baisse de valorisation de la société. Sur le plan juridique, ces clauses prévoient l'attribution de bons de souscription d'actions relatifs dits «BSA ratchet». Ces bons donnent la possibilité à leur titulaire de souscrire, pour un prix symbolique, un nombre variable d'actions leur permettant d'accroître leur participation dans le capital de la société en proportion de la baisse de la valorisation de la société. Ces bons vont ainsi provoquer une réduction de la quote-part dans le capital des autres actionnaires et ont donc un fort effet dilutif à l'encontre de ces derniers¹³.

6. Par ailleurs, certains aménagements peuvent être prévus dans les pactes d'actionnaires afin de permettre à un ou plusieurs actionnaires minoritaires d'exiger des actionnaires majoritaires qu'un certain nombre d'actions de la société leur soit attribué dans l'hypothèse d'une émission nouvelle de titres réservée à un tiers. Les actionnaires minoritaires peuvent en effet se trouver privés d'un droit de souscription à une telle émission par une décision de l'assemblée générale extraordinaire (AGE) s'imposant à eux. Grâce à cette stipulation du pacte, les actionnaires minoritaires disposent alors d'un mécanisme anti-dilutif leur permettant de maintenir le même pourcentage de participation dans la société que celui qu'ils détenaient avant l'émission réservée. Il n'existe pas, à notre connaissance, de jurisprudence relative à ce type d'accord figurant dans les pactes d'actionnaires.

7. Les clauses anti-dilutives en faveur des investisseurs ont une origine différente. Dans les premiers financements mezzanine de droit français, les clauses anti-dilutives se limitaient en général à une répétition mécanique dans le contrat d'émission des dispositions légales protégeant le titulaire d'OBSA (c'est-à-dire les dispositions des articles L 225-153 et suivants du Code de commerce, anciennement articles 194-4 et suivants de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966).

8. En substance, le régime légal de protection des titulaires d'OBSA permet à ces derniers de se trouver dans une position identique à celle d'un actionnaire de la société. Prenons l'exemple le plus courant : celui de l'augmentation de capital par émission d'actions à souscrire en numéraire ; dans ce cas, la société est légalement tenue de prendre les dispositions nécessaires pour que les titulaires de bons qui exerceront leur droit de souscription puissent, de surcroît, souscrire des actions nouvelles dans les mêmes conditions que s'ils avaient été actionnaires lors de l'augmentation du capital. L'AGE compétente pour décider de l'augmentation de capital décidera alors du principe d'une augmentation de capital complémentaire réservée aux titulaires de bons qui exerceraient leur droit de souscription. Le droit des titulaires d'OBSA à maintenir leur niveau de détention dans le capital de la société émettrice sera donc préservé par cette augmentation de capital complémentaire qui sera réservée aux titulaires de bons qui

exerceraient leur droit de souscription. Naturellement, ces dispositions ne s'appliquent pas en cas de suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, car les titulaires d'OBSA ne peuvent avoir plus de droits que s'ils avaient été actionnaires au moment de la suppression du droit préférentiel de souscription.

9. Ce système fut toutefois considéré par les investisseurs mezzanine comme insuffisamment protecteur de leurs droits. A l'instar des clauses figurant dans les pactes d'actionnaires, ils ont peu à peu exigé la mise en place de mécanismes anti-dilutifs leur permettant de conserver à tout moment un droit d'accès au capital de l'émetteur à hauteur d'un pourcentage devant demeurer inchangé. Un régime conventionnel de protection des droits des titulaires d'OBSA s'est alors développé en sus du régime légal, et le concept d'anti-dilution a prospéré dans les contrats d'émission d'OBSA utilisés dans les financements d'acquisition. Ces clauses stipulent en effet que lors d'une augmentation de capital, l'AGE devra émettre un nombre suffisant de nouveaux bons de souscription d'actions (BSA) au profit des titulaires d'OBSA qui leur permettront de pouvoir conserver le même pourcentage de participation potentielle dans le capital de l'émetteur sans être tenu d'exercer préalablement leur droit de souscription. Si la quote-part de l'investisseur mezzanine est par exemple de 15 % du capital en cas d'exercice des bons, ce chiffre de 15 % devient en quelque sorte «garanti» quelles que soient les évolutions du capital social de l'émetteur. L'investisseur mezzanine va être alors privilégié par rapport aux autres actionnaires, lesquels ne bénéficient généralement pas de cette possibilité d'attribution gratuite de nouveaux BSA.

10. Ces clauses anti-dilutives ne sont toutefois pas toujours d'application systématique ; des exceptions y sont parfois apportées selon le but recherché par l'opération affectant le capital de la société : par exemple, si l'opération doit financer une opération de croissance externe, ou s'il s'agit d'augmenter les fonds propres de la société en cas de difficultés financières, l'investisseur mezzanine peut décider par avance de renoncer au bénéfice de l'attribution de BSA supplémentaires. Certains fonds mezzanine limitent parfois l'exercice de ces clauses anti-dilutives à un nombre très limité de situations.

Ces clauses anti-dilutives par attribution de BSA doivent, selon nous, faire l'objet de plusieurs réserves :

- La décision d'émettre de nouveaux BSA relève de la compétence de l'AGE. La société émettrice ne peut pas prendre par avance de décisions relevant de la compétence de ses actionnaires. En conséquence, si cette décision est prise par la société en vertu d'un engagement figurant dans le contrat d'émission des OBSA, cet engagement s'analyse en une promesse de porte-fort. La société émettrice ne peut que promettre aux titulaires d'OBSA qu'elle prendra les mesures nécessaires permettant le maintien de leur participation dans le capital à hauteur d'un pourcentage déterminé. Dans l'hypothèse où, pour une quelconque raison, de nouveaux BSA ne seraient pas attribués aux titulaires d'OBSA à l'occasion de l'augmentation de capital, les titulaires d'OBSA ne pourraient qu'engager la responsabilité contractuelle du promettant, c'est-à-dire de la société émettrice, pour violation de son engagement de porte-fort. Nous pensons que les chances de succès de

cette action de nature judiciaire seraient faibles. En effet, la preuve du préjudice réel des titulaires d'OBSA pourrait être fort difficile à rapporter, notamment en raison des motifs exposés au paragraphe 11.

• Ce type de clause revient à traiter un actionnaire potentiel, le titulaire d'OBSA, comme une sorte de «super-actionnaire» titulaire de prérogatives supérieures (le droit de ne pas subir l'incidence d'une augmentation de capital réservée) à celles des actionnaires existants, alors même qu'il n'a pas exercé son droit de souscription et donc qu'il n'est pas (ou pas encore) actionnaire. Il nous semble que cette pratique est contraire au principe d'égalité des actionnaires, ne fussent-ils que potentiels, et plus largement au principe issu de l'adage selon lequel une personne ne peut être titulaire de plus de droits que la personne qui lui a transmis ces droits¹⁴.

11. En outre, si le prix d'exercice des BSA complémentaires attribués au titulaire d'OBSA est le même que celui du droit de souscription initial attaché aux OBSA antérieurement émises (généralement fixé au pair : «l'arrière-pensée du souscripteur est bien que le bon lui permette d'acquérir à moindre coût le titre de capital»¹⁵), le titulaire d'OBSA bénéficie d'une opération doublement spéculative. En effet, si une prime d'émission est prévue dans le cadre de l'augmentation de capital, le titulaire d'OBSA se voit alors attribuer, une seconde fois, de nouveaux BSA exerçables au pair alors que la valeur des actions auxquelles donnent droit ces bons de souscription peut avoir considérablement augmenté. Il sera alors intéressant de connaître la position du commissaire aux comptes (qui est tenu de remettre un rapport spécial à l'occasion des émissions de bons de souscription d'actions) sur cette opération spéculative.

12. Pour les raisons évoquées ci-dessus, ces clauses sont dangereuses et pourraient, selon nous, encourir la nullité. Elles pourraient constituer à terme une source de

contentieux entre les actionnaires et les investisseurs mezzanine, ce qui est finalement contraire à l'esprit même d'un LBO.

Tout mécanisme anti-dilutif devrait, à notre avis, figurer uniquement dans le pacte d'actionnaires et n'a pas vocation à être mentionné dans le contrat d'émission des OBSA, à moins qu'il ne se limite à une réitération des dispositions du régime légal. Le pacte d'actionnaires est un accord, en principe confidentiel, ayant vocation à régir les modalités de contrôle de la société. L'investisseur mezzanine est souvent signataire du pacte et peut ainsi convenir de toute stipulation qu'il jugera utile pour préserver ses droits en sa qualité de futur actionnaire de la société.

13. Il semble important d'équilibrer le contenu des mesures anti-dilutives entre le repreneur et l'investisseur mezzanine et quelques indications peuvent être données à cet effet :

(i) les mesures anti-dilutives ne peuvent être définies qu'au cas par cas, en fonction (a) de la composition de l'actionnariat des sociétés émettrices d'OBSA créées aux fins d'acquisition de la société cible et (b) des objectifs poursuivis dans le cadre de chaque opération affectant le capital de la société émettrice ;

(ii) il est possible de stipuler dans le contrat d'émission que toute opération affectant le capital de la société émettrice fera l'objet d'une consultation préalable du représentant de la masse des titulaires d'OBSA, afin qu'il puisse faire valoir la position des obligataires. Seules les modalités de déroulement d'une négociation future, devant être menée entre actionnaires existants et titulaires d'OBSA lors de la réalisation de l'opération affectant le capital de la société émettrice, pourront être envisagées ab initio dans le pacte d'actionnaires. Cette négociation aura pour objet de définir les mesures de protection et d'ajustement des droits des titulaires d'OBSA permettant d'éviter une dilution, et ne pourra se tenir qu'au moment de l'opération affectant le capital de la société émettrice. ■

¹ La mezzanine : les règles du jeu, Guy Fabritius, Fusions et acquisitions, juillet-août 1995. *Option finance* (n° 62, 24 avril 1981 par Valérie Nau, n° 178, 23 septembre 1991 par Charles Fainas, n° 19, 13 juillet 1992 par Olivier Bertin-Mourou).
² La vogue de la mezzanine, Valérie Nau, *Option finance*, n° 112, 30 avril 1990.

³ Les financements mezzanine, Erick Müller, *Banque & Droit* n° 518, juillet-août 1991. Utilisation de l'effet de levier juridique et financier lors d'une acquisition, *Bulletin Joly* (mai 1990 § 97 par Thierry Jacomet, Philippe Matignon et Sabine Montet).

⁴ L'année 1997 a consacré l'émergence de transactions d'envergure en France, notamment l'acquisition d'Elis par BC Partners, celle de la Compagnie générale de santé par Cinven et celle de la société Panzolim par Paribas Affaires Industrielles.

⁵ Les financements «mezzanine» par Alain Couret (*JCP, Ed. E*, 1990 n° 9, II, 15713).

⁶ Article 1121 du Code civil.

⁷ Loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 (actuellement art. L.225-150 et suivants du Code de commerce).

⁸ La subordination des créances. Laurent Faugérolas (*JCP Entreprise*, 1991 n° 84 p. 427).

⁹ La notion de rang est en effet incompatible avec le droit commun du nantissement. Seules les lois spéciales reconnaissent à certains types de nantissement la notion de rang et celle de créancier «inscrit». Ces lois

spéciales créent en fait des hypothèques mobilières, c'est notamment le cas du nantissement de fonds de commerce (loi du 17 mars 1909) où la notion de rang est consacrée pour des biens mobiliers.

¹⁰ L'acte de nantissement indique généralement que les créanciers prioritaires et subordonnés sont bénéficiaires du gage à rang égal. Puis une convention séparée (improprement dénommée convention sur le rang) prévoit les modalités de distribution des sommes provenant de la réalisation du nantissement et la priorité du créancier senior sur le créancier subordonné. En cas d'attribution judiciaire, une procédure de cession conventionnelle des titres attribués est organisée entre le créancier prioritaire et le créancier subordonné.

¹¹ Voir notamment Yves Guyon, *Traité des Contrats, Les Sociétés, LGDJ*, n° 51 et *Memento pratique Francis Lefèbvre* 2002 n° 11710.

¹² Le retour de la dette mezzanine, *Option finance*, 3 janvier 2000 n° 577.

¹³ Il existe deux méthodes de calcul pour l'attribution des bons : la première méthode dite «weighted average» (correction pondérée) pondère l'effet dilutif en fonction du volume de l'investissement du nouvel actionnaire entrant et du nouveau prix de souscription des bons ; la seconde méthode dite de «full ratchet» (correction totale) confère les mêmes droits aux investisseurs initiaux quel que soit le volume de l'investissement des nouveaux actionnaires. Voir C. Digoy et J. Jouhannaud «La renégociation des clauses de BSA ratchet», *Les Echos*, 16 octobre 2001.

¹⁴ *Nemo plus juris ad alium transferre potest quam ipse habet.*

¹⁵ Maurice Cozian et Alain Viandier, *Droit des Sociétés, Litec*, n° 1061.