

avisd'expert

Droit | La protection des porteurs de VMDAC :
des difficultés pratiques

Jérôme Majbruch,
avocat,
Kahn & Associés

La loi protège les titulaires de BSA, OCA et autres valeurs mobilières donnant accès au capital à l'occasion de certaines opérations.

Cette protection est parfois très difficile, voire impossible à mettre en œuvre.

Tel est le cas lors de l'émission d'actions de préférence entraînant une modification des règles de répartition des bénéfices. D'où une insécurité juridique qu'aucune solution pratique ne parvient véritablement à combler.

Le Code de commerce organise la protection des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital (VMDAC). Les articles L 228-98 et L 228-99 dudit code enjoignent ainsi aux sociétés présentant de tels porteurs de n'effectuer certaines opérations (modification de la forme, de l'objet ou des règles de répartition des bénéfices de la société, modification du capital) qu'après avoir obtenu l'accord préalable et/ou avoir préservé les droits de ces porteurs. Les modalités de mise en œuvre de cette protection sont détaillées aux articles R 228-87 et suivants du Code de commerce. Celles-ci, bien que très précises, sont parfois difficiles, voire impossibles, à mettre en œuvre, en particulier lors de l'émission d'actions de préférence avec suppression du droit préférentiel de souscription (DPS). Devant la gravité de la sanction encourue (nullité de la décision), les praticiens ont développé certains procédés dont la validité reste toutefois sujette à caution. La loi de modernisation de l'économie n° 2008-776 du 4 août 2008 a quelque peu modifié les modali-

tés de préservations des droits des porteurs de VMDAC (cf. encadré). Ces nouvelles règles ne permettent toutefois pas de surmonter les difficultés pratiques rencontrées en cas d'émission d'actions de préférence modifiant les règles de répartition des bénéfices.

Difficile mise en œuvre

Les difficultés surgissent principalement en cas d'émission d'actions de préférence avec suppression du droit préférentiel de souscription. S'il n'est pas certain qu'une telle opération enclenche obligatoirement les mécanismes de l'article L 228-99¹, le doute est levé, à notre sens, dès lors que la répartition des bénéfices s'en trouve affectée : la modification de la répartition des bénéfices est expressément visée par l'article L 228-98. La loi de modernisation de l'économie vient, s'il en était besoin, de confirmer ce point (voir nouvelle rédaction de l'article L 228-98). En pratique, en particulier lors des opérations de capital-investissement, il est courant que les actions de préférence donnent droit à une distribution prioritaire du boni de liquidation. Si l'assimilation des bénéfices au boni de liquidation peut être discutée sur le plan économique, elle semble admise en doctrine. La création d'actions de préférence avec suppression du DPS et instauration d'une répartition inégalitaire du boni de liquidation oblige donc la société émettrice à préserver les droits des titulaires de VMDAC. Mais comment mettre en œuvre cette préservation ? L'article L 228-99 du Code de commerce prévoit trois façons distinctes de protéger les porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital. Les deux premières tendent à placer, fictivement, les porteurs dans la même position que les actionnaires, afin de leur permettre de participer à l'opération projetée. Elles sont donc en pratique totalement

inadaptées, car elles permettraient aux titulaires de VMDAC de souscrire à ces actions de préférence, alors que l'objet même de l'émission avec suppression du DPS est de réserver ces actions à certaines personnes déterminées.

Une seule possibilité

S'offre donc à la société une seule possibilité : procéder à un ajustement des modalités de souscription afin de tenir compte de l'incidence de l'opération effectuée sur leurs droits. Cette dernière option permet, en théorie, d'assurer l'objectif même de l'opération, tout en respectant les droits des porteurs. Cependant, le calcul préconisé se révèle particulièrement complexe, en pratique. En effet, aux termes de l'article R 228-91-4², il convient d'appliquer « le rapport entre la réduction par action du droit aux bénéfices et la valeur de l'action avant cette modification ». Dans le cas où la répartition du boni de liquidation est affectée par l'émission, il nous semble quasi impossible, dans une société non cotée, de déterminer la réduction par action du droit aux bénéfices. En effet, ce calcul impliquerait la détermination de la probabilité que la société soit liquidée, la date à laquelle cette liquidation interviendrait, ainsi qu'une estimation de ce que sera le boni de liquidation au jour éventuel de cette liquidation. Dans ce cas précis, il est donc, selon nous, très difficile, voire impossible, en pratique, de préserver les droits de titulaires de VMDAC conformément aux règles édictées par le Code de commerce. Le non-respect des dispositions de l'article L 228-99 est sanctionné par la nullité de la délibération concernée (article L 228-1004). En pratique, et afin d'éviter ce risque, lorsque les mesures de protection sont impossibles (ou trop compliquées) à mettre en œuvre, il est demandé aux porteurs de VMDAC de renoncer à la protec-

tion qui leur est offerte par l'article L 228-99.

Une solution : la renonciation

La renonciation est alors soit individuelle, soit collective. Dans ce dernier cas, elle résulte d'une délibération de chaque assemblée générale de la masse des porteurs

que si les titulaires de VMDAC ont pleinement connaissance du droit auquel ils renoncent. La renonciation impose donc une information claire et précise. Nous considérons que cette obligation d'information préalable n'est pas remplie lorsque les porteurs de VMDAC sont informés seulement de l'existence de la

En conclusion, les mesures de protection censées protéger les porteurs de VMDAC sont, dans le cas d'émission d'actions de préférence avec suppression du DPS modifiant le boni de liquidation, sources d'une grande insécurité juridique. La loi de modernisation de l'économie n° 2008-776 du 4 août 2008 permet désormais au contrat d'émission d'organiser, à la place de l'article L 228-99, le système de préservation. Nous envisageons toutefois difficilement comment le contrat d'émission pourra surmonter les difficultés évoquées précédemment. Afin de remédier à cette insécurité juridique, nous pensons qu'il serait souhaitable d'organiser un véritable mécanisme de renonciation dont le législateur indiquerait, à l'instar de ce qui existe pour la renonciation au DPS, l'information préalable qui devrait être donnée au titulaire du droit. La loi de modernisation de l'économie n° 2008-776 du 4 août 2008 autorise expressément le gouvernement à prendre, par ordonnance, des mesures relatives aux actions de préférence. Il serait opportun que cette question figure dans ces réformes ■

1. CJ de l'ANSA du 20 1 2005, ANSA n° 05 003 et du 6 7 2005, ANSA n° 05 043

Les difficultés surgissent principalement en cas d'émission d'actions de préférence avec suppression du DPS.

de VMDAC. Une telle réunion de la masse est de toute façon requise afin d'autoriser au préalable l'émission des actions de préférence. La loi n° 2008-776 du 4 août 2008, en effet, a supprimé la possibilité que cette émission soit autorisée dès le contrat d'émission. En pratique, il était toutefois très rare qu'au moment de l'émission des VMDAC la société connaisse à l'avance, et donc puisse prévoir et autoriser dans le contrat d'émission, la nature exacte des actions de préférence qu'elle pourrait émettre ultérieurement. En outre, dans le cadre d'opérations de capital-investissement, les investisseurs exigent que cette renonciation soit obtenue préalablement à leur décision d'émettre (et, le cas échéant, de souscrire) les actions de préférence. Mais quelle est la valeur juridique d'une telle renonciation ? Notre droit admet la renonciation en distinguant selon qu'elle concerne ou non un droit d'ordre public. Si on considère que le droit à la protection est d'ordre public, il ne serait possible d'y renoncer que lorsque le droit serait né et acquis. En l'espèce, le fait générateur du droit à protection est la décision de l'assemblée générale d'émettre des actions de préférence. Une renonciation antérieure à cette décision, comme celle donnée par les assemblées de masse préalable à l'assemblée générale des actionnaires, serait donc sans valeur juridique. Que la protection soit ou non d'ordre public, elle n'est possible

protection. Il convient, en effet, de les informer sur la substance même de ce droit, et donc précisément de ce qu'il pourrait obtenir si les mesures de préservation édictées par l'article L 228-99 étaient mises en œuvre. A notre sens, c'est uniquement dans ce cas que les porteurs pourraient renoncer de manière éclairée et valable. Or, nous avons vu précédemment qu'il était impossible dans certains cas de déterminer les modalités exactes de la protection. Il nous paraît alors impossible d'obtenir une renonciation valable à un droit dont personne ne connaît la substance.

Protection des porteurs de VMDAC : les modifications de la LME

La LME a apporté trois modifications à l'article L 228-98, qui entreront en vigueur le 1^{er} janvier 2009 :

- Autorisation des masses. Il était jusqu'ici possible d'autoriser, des le contrat d'émission, la réalisation de certaines opérations par la société (amortissement du capital et modification de la répartition des bénéfices). Cette possibilité est supprimée, et la société devra donc obtenir l'accord préalable de chacune des masses des titulaires de VMDAC. Chaque masse bénéficiera alors de facto d'un droit de veto et pourra, en cas de vote négatif, bloquer la réalisation de l'opération.
- Contrat d'émission. Le système de préservation des droits des porteurs

de VMDAC étaient jusqu'ici uniquement érigées à l'article L 228-99. La LME prévoit que les règles de préservation pourront désormais être issues du contrat d'émission. Cette nouvelle disposition semble autoriser la mise en place de méthodes alternatives, ce qui ne va pas manquer de créer certaines difficultés pratiques.

- Actions de préférence. La LME est venue préciser que la création d'actions de préférence entraînant une modification de la répartition des bénéfices ou un amortissement du capital devra donner lieu à une autorisation de la masse et à la préservation des droits des titulaires de VMDAC ■