

UNIVERSITE DE CERGY-PONTOISE

FACULTE DE DROIT

MEMOIRE DE MASTER 2 DROIT DE L'ENTREPRISE

SPECIALITE DROIT DES SOCIETES

Sous la direction du Professeur Anne-Dominique MERVILLE

**L'ACCES DIFFERE AU CAPITAL**

Présenté le 12 juin 2006 par

Sandra FERNANDES

Année universitaire 2005-2006

## **L'ACCES DIFFERE AU CAPITAL**

### **I. Le capital différé : un outil dual pour l'entreprise**

#### **A. Un moyen d'assurer la stabilité de l'actionnariat**

1. Contrôle de la composition de l'actionnariat
  - Dilution du capital non immédiate
  - Résolution des conflits entre actionnaires, dirigeants et prêteurs
2. Moyen de défense anti-OPA
  - Outil d'augmentation de la capitalisation de l'émetteur
  - Illustrations

#### **B. Un moyen de financement adapté aux besoins de l'entreprise**

1. Augmentation de capital à souscription conditionnelle
  - Mécanisme de la promesse unilatérale: l'engagement de la société
  - Liberté de souscription du bénéficiaire de la promesse
2. Variété de montages possibles due à une variété de valeurs mobilières
  - Emission de titres à caractère autonome
  - Emission de titres nouveaux ou autodétenus
  - Emission de titres portant promesse de titres d'une autre société

### **II. Le capital différé : du capital en puissance pour l'entreprise**

#### **A. Un capital modulable**

1. Nouveau régime commun
  - Apports de l'ordonnance du 24 juin 2004
  - Libéralisation des valeurs mobilières
2. Les augmentations de capital différées
  - Délégation de pouvoir
  - Droit préférentiel de souscription

#### **B. La protection des actionnaires potentiels**

1. Les principes de la protection
  - Opérations interdites
  - Sanctions
2. Les actionnaires potentiels : titulaires de droits
  - Réunion des porteurs en masse
  - Droit d'exiger un titre final

## INTRODUCTION

Le capital social gage intangible des créanciers, voilà comment nous est présenté le capital social, et pourtant cette fonction de garantie qu'on lui attribue est en déclin depuis plusieurs années. Le capital n'est aucunement un indicateur de la solvabilité d'une société, il représente seulement la richesse de celle-ci au moment de sa constitution. Face à cet affaiblissement du capital social, certains auteurs se sont interrogés sur l'avenir du capital social<sup>1</sup> et la nécessité d'une réforme<sup>2</sup>.

Les dispositions relatives au capital en France sont restrictives. Les principes directeurs de la notion sont l'intangibilité et la fixité. Ces règles font du capital une structure rigide et fixe. Aux Etats-Unis, elles ont été progressivement abandonnées. Comme en France, le capital social avait à la base pour fonction de protéger les créanciers sociaux<sup>3</sup> contre les risques liés à la responsabilité limitée des actionnaires. L'assouplissement de ces dispositions relatives au capital est l'oeuvre de la jurisprudence, elle fut ensuite relayée par le législateur, qui abandonna les règles de minima du capital et de valeur nominale<sup>4</sup>. Les règles sur le capital ont donc été abrogées pour s'adapter à l'évolution des marchés de capitaux. La protection des créanciers est, ainsi, librement organisée par les parties<sup>5</sup>.

Selon le Délégué général de l'Association Nationale des Sociétés par Actions, Philippe Bissara, « le capital social recèle une puissante charge conceptuelle et émotionnelle », ce qui explique qu'il soit au cœur de controverses depuis deux siècles. Il est vrai que le capital est aujourd'hui un instrument désacralisé, mais il ne nuit en rien aux initiatives de l'entreprise. Il mérite certes des transformations, mais qui auront pour unique objet d'accroître l'éventail des solutions offertes aux entrepreneurs<sup>6</sup>. C'est ainsi que l'accès différé au capital marque le renouveau de la notion de capital.

---

<sup>1</sup> « Quel avenir pour le capital social ? », Colloque de Paris I sous la direction de A. COURET et H. Le NABASQUE, Dalloz 2004 ; lors de ce colloque, le Professeur Paul Le CANNU a parlé de « rides du capital social » ;

<sup>2</sup>CARAMALLI Delphine et CARFRITZ Eric, « Le mythe du capital social, le bien fondé d'une réforme », Banque et Droit 2004, n°94, p.3 ;

<sup>3</sup> Wood v. Dummer, 30 F. Cas. 435 (no.17,944) (C.C.D. Me 1824) ;

<sup>4</sup> Handley v. Stutz, 139 U.S. 417 (1890); Revised Model business Corporation Act " loi type RMBCA" , 1980;

<sup>5</sup> Cf. note n°2 ;

<sup>6</sup> Colloque précité, BISSARA Philippe, « Rapport de synthèse » ;

L'enjeu d'un accès différé au capital se comprend dans son appellation, le mot clé est : différé. L'accès au capital ne va donc pas être immédiat mais différé dans le temps, et c'est bien là tout l'intérêt du recours à ce mécanisme. Il donne une certaine mobilité au capital social, en décalant dans le temps l'opération d'augmentation.

Les entreprises recherchent des financements adaptés à leurs besoins et empreints de souplesse. Le renforcement des fonds propres répond à ces objectifs. Les fonds propres représentent la masse passive du patrimoine de la société. Ils sont constitués par le montant total de la valeur nominale des valeurs mobilières émises par la société en contrepartie des apports effectués par les associés et les créanciers. Ils représentent ainsi les ressources mises à la disposition de la société. Les fonds propres appartiennent donc à l'entreprise, ils sont soumis aux risques de pertes ainsi qu'au bénéfice de l'exploitation, et ne sont soumis à aucune obligation de remboursement, ils constituent ainsi la garantie collective des créanciers<sup>7</sup>.

Le renforcement des fonds propres s'opère par l'émission de valeurs mobilières composées. Les valeurs mobilières composées ou titres de capital différé sont des produits conditionnels : ils comportent une option d'achat, de souscription, de conversion, etc. Ils se définissent, aujourd'hui, comme des titres donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution d'un titre de créance<sup>8</sup>. En effet, pour attirer les épargnants, les entreprises ont de plus en plus souvent recours aux valeurs mobilières composées, car leur création permet de couvrir des risques d'exploitation et des risques financiers, et garantir aux souscripteurs une rémunération minimale tout en étant associés à la réussite de l'entreprise. Ces titres offrent donc un financement à des conditions avantageuses, les valeurs mobilières composées sont considérées comme des instruments de fonds propres dont l'effet dilutif est réduit et surtout reporté dans le temps. Leur rémunération, d'un point fiscal, est traitée comme celles des titres dettes, c'est-à-dire déductible des résultats imposables de la société émettrice<sup>9</sup>.

Ces valeurs mobilières qualifiées de composées, puisqu'elles contiennent un titre primaire auquel est attaché un titre secondaire, ont été totalement réformées par l'ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales. Revenons, un instant, sur leur évolution, Il existait peu de valeurs mobilières

---

<sup>7</sup> OUANES, Ilhem, "le régime juridique des valeurs mobilières composées", thèse Paris I, 1998;

<sup>8</sup> C. com. Article L.228-91 ;

<sup>9</sup> Cf. note n°7;

dans les années 1960, en effet, elles se résumaient à deux catégories de titres : les actions et les obligations. Les valeurs mobilières ont commencé à se diversifier à partir du 25 février 1953, date de l'apparition des obligations convertibles en actions. Les obligations échangeables contre des actions ont été introduites par la loi du 6 janvier 1969. Il s'agit alors des premières valeurs mobilières composées. La loi du 3 janvier 1983 a accéléré la diversification des valeurs mobilières en autorisant les certificats d'investissement et les titres participatifs. A partir de cette date, les valeurs mobilières ouvrant droit pour leurs titulaires à l'attribution de titres de capital se sont fortement développées. Sont ainsi apparus, les obligations remboursables en actions, et bien d'autres encore. Mais c'est la loi du 14 décembre 1985 qui a permis de marquer une étape décisive dans la création des valeurs mobilières puisqu'elle établit le principe de liberté d'émission des valeurs représentatives directement ou indirectement d'une quotité de capital social. Ces valeurs mobilières sont caractérisées par trois composantes, le titre primaire, l'opération qui va permettre l'attribution de titres représentant une quotité du capital social et le titre final accordé lors de l'exercice du droit<sup>10</sup>.

Malgré ces différentes évolutions, les valeurs mobilières composées demeuraient des titres complexes en raison de l'insécurité juridique qui les entouraient. En effet, certaines valeurs mobilières faisaient l'objet d'un régime spécifique, c'était le cas des obligations à bons de souscription d'actions, les obligations convertibles en actions, les obligations échangeables en actions ainsi que les bons de souscription autonomes. Les autres relevaient d'un texte régissant les valeurs mobilières composées : L'article L.228-91, alinéa 1 du Code de commerce. La succession de textes applicables aux valeurs mobilières a abouti à une législation complexe, peu cohérente et surtout à des différences injustifiées dans le régime applicable. De nombreux professionnels (juristes, financiers, intermédiaires financiers et autorités publiques) ont fait des propositions concrètes afin de doter les sociétés d'un droit des valeurs mobilières adapté aux exigences actuelles des marchés internationaux de capitaux<sup>11</sup>.

Ils ont été entendus, puisque l'ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières a unifié et simplifié le régime des valeurs mobilières en instituant une catégorie juridique homogène pour l'ensemble des valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de capital ou de titres de créance. Elle consacre la modernisation

---

<sup>10</sup> OUANES, Ilhem, "le régime juridique des valeurs mobilières composées", op. cit., p.22 ;

<sup>11</sup> MARINI Pierre, *La modernisation du droit des sociétés*, La documentation française, 1996;

du régime des valeurs mobilières et la libéralisation de l'émission des valeurs mobilières, qui doit permettre aux acteurs économiques de créer les titres dont ils ont besoin<sup>12</sup>.

Le capital différé qui était, bien avant l'adoption de l'ordonnance, une réalité économique, puisqu'en 1998, les sociétés cotées avaient émis un montant de 956,64 millions de francs en titres de créances pouvant donner accès au capital, ce chiffre ayant dépassé les 10 millions en 1999, se voit aujourd'hui doter des outils nécessaires à son développement et à une utilisation pleinement efficace des possibilités qu'il offre.

Nous nous interrogerons, ici, de l'utilité pratique de l'accès différé au capital et de l'intérêt de recourir à un tel mécanisme.

Nous répondrons à cette question en démontrant la dualité du capital différé dans une première partie, pour aborder dans une seconde partie, la particularité du capital différé en ce qu'il représente du capital en puissance.

---

<sup>12</sup> DRUMMOND, France, « Un nouveau principe : la liberté d'émettre toutes valeurs mobilières », RDBF 2004, n°5, p.361 ;

## **I. Le capital différé : un outil dual**

Le recours au capital différé peut être motivé par différentes finalités, soit assurer le contrôle de la composition de l'actionnariat, soit pourvoir aux besoins de financement de la société. On a cru pendant un moment que cette fonction de stabilisation avait pris le pas sur celle de financement (A), mais l'évolution de l'utilisation du capital différé marque un renouveau de cette fonction première (B).

### **A. Un moyen d'assurer la stabilité de l'actionnariat**

Les valeurs mobilières composées se révèlent être des outils efficaces pour assurer la stabilité de l'actionnariat, elles permettent de protéger la société émettrice contre l'attaque de prédateurs, mais elles s'inscrivent également dans une stratégie de contrôle du pouvoir.

#### **1. Contrôle de la composition de l'actionnariat**

Il existe plusieurs structures d'actionnariat. Dans les pays anglo-saxons, l'actionnariat est dispersé, il se caractérise par une séparation de la propriété et du contrôle<sup>13</sup>. Ainsi, certains actionnaires disposent du contrôle alors que d'autres ne recherchent que le placement et l'assurance d'une sortie facile en revendant leurs titres. La France, qui connaît également cette segmentation<sup>14</sup>, conserve toutefois un actionnariat assez concentré. L'accueil reçu par les actions à dividende prioritaire en est une illustration. Ces actions qui confèrent un droit à un premier dividende majoré et prioritaire en contrepartie d'un droit de vote en sommeil n'ont pas rencontré le succès escompté. Les contrôleurs, détenteurs du pouvoir politique au sein de la société, redoutaient, en effet, en pratique un réveil du droit de vote à un moment inopportun<sup>15</sup>.

---

<sup>13</sup> FIKRI, Mohamed, "Augmentation de capital différé: aspects stratégiques et financiers", Mémoire Bordeaux I, 1994;

<sup>14</sup> LE CANNU, Paul, Droit des sociétés, Montchrestien 2003, n°783;

<sup>15</sup> HOVASSE, Henri, "La diversification des valeurs mobilières émises par les sociétés", Droit des sociétés 2000, commentaire n°181, p.26;

La question du contrôle revêt donc une importance primordiale au sein d'une société. Tout est question de pouvoir. Dans cette optique, Les valeurs mobilières composées ont été utilisées dans une stratégie de contrôle du pouvoir.

L'augmentation de capital est une opération qui a pour conséquence directe de diluer la participation des détenteurs de titres donc d'entraîner une modification de la structure du pouvoir. Lors d'une telle opération, il apparaît important d'assurer la fixité de l'équilibre entre le nécessaire maintien du contrôle du capital par les dirigeants et la dilution engendrée par l'émission de nouveaux titres donnant accès au capital<sup>16</sup>. L'intérêt de recourir aux titres conduisant à une augmentation différée est qu'ils permettent de créer du capital donc du droit de vote potentiel, disponible à tout moment mais ils n'induisent pas de dilution immédiate du capital<sup>17</sup>.

Les valeurs mobilières composées sont des instruments utilisés pour résoudre les conflits entre dirigeants, les actionnaires et les créanciers<sup>18</sup>. La théorie de l'agence qui repose sur le mandat a été avancée pour expliquer le fonctionnement et plus particulièrement les relations qui se créent en son sein. Le dirigeant (mandataire) s'est vu confié la gestion de la société par les actionnaires (mandants). Mais ces relations peuvent devenir conflictuelles et entraîner des coûts d'agence c'est-à-dire des coûts de fonctionnement.

Différents types de conflits peuvent surgir, certains seront par exemple la conséquence d'un défaut d'information des actionnaires par les dirigeants et d'autres seront liés à la différence d'horizon des décisions, les dirigeants guidés par la dimension temporelle de leur présence dans l'entreprise ont tendance à raisonner sur le court terme. Des conflits peuvent également naître avec les créanciers, en raison du fait que les dirigeants agissant au nom et pour le compte des actionnaires détournent une partie des richesses au détriment des prêteurs.

Une des solutions avancées à la résolution de ces conflits est l'endettement car il permet aux actionnaires et dirigeants d'adhérer aux mêmes objectifs. Le risque de procédures collectives pesant sur la société entraîne à leur encontre des dirigeants le déclenchement d'une action en comblement de passif ou d'une obligation aux dettes sociales. Le recours à l'emprunt

---

<sup>16</sup> OUANES, Ilhem, "le régime juridique des valeurs mobilières composées", op. cit., p.33;

<sup>17</sup> BAJ, Claude, "Utilité des procédés de capital différé", RJC, numéro spécial 1990, p.155;

<sup>18</sup> Cf. note n°4;



obligataire par l'intermédiaire de valeurs mobilières composées, telles que les obligations convertibles ou les obligations à bons de souscriptions d'actions, s'avère également judicieux dans les relations avec les créanciers. En effet, ces émissions permettent aux prêteurs de bénéficier d'une double rémunération, à savoir les intérêts d'emprunt mais aussi des dividendes et plus-values potentielles sur les actions. Ils peuvent ainsi profiter de l'accroissement de rentabilité des fonds propres rémunérant le risque financier assumé par les actionnaires. Dans l'hypothèse où ils subiraient un comportement des dirigeants et actionnaires contraire à leurs intérêts, ils disposent de la faculté d'exercer leurs droits de souscription ou de conversion afin de renverser la majorité et de sanctionner les dirigeants.

La stabilité du capital au moyen du capital différé peu également être recherchée dans le but de faire échec à une offre publique d'achat.

## **2. Moyen de défense anti-OPA**

L'offre publique d'achat est une opération qui n'apparaît pas rassurante pour la société qui en est la cible. Les initiateurs de l'offre surnommés les "raiders" recherchent souvent et principalement la réalisation de profits. Dans cette perspective, l'offre qui aboutit est régulièrement suivie d'un démantèlement de la société cible en vue de réaliser une plus-value maximale.

Afin d'éviter ce genre de dessein, les défenses anti-OPA se sont progressivement mises en place. Il s'agit essentiellement de mesures préventives. Les Etats sont très attachés à ces techniques de défense, comme a pu en témoigner la difficile et périlleuse adoption de la directive n° 2004/25 du 21 avril 2004 sur les offres publiques d'acquisition<sup>19</sup>. Le législateur européen a du céder devant la résistance des Etats, et autoriser le recours à ces moyens de défense. La France a consacré lors de la transposition récente de la directive<sup>20</sup> la compétence de l'assemblée des actionnaires de la société cible pour décider du mérite d'une offre, ainsi

---

<sup>19</sup> Directive européenne n°2004/25 du 21 avril 2004 sur les offres publiques d'acquisition, JOUE, n°L.142, 30 avril 2004 ;

<sup>20</sup> Loi n°2006-56 du 31 mars 2006 portant transposition de la directive européenne, JO 1<sup>er</sup> avril 2006 ; VIANDIER Alain, « Défenses en cours d'offres : Les règles de compétences des organes sociaux après le loi du 31 mars 2006 », RJDA 2006, n°5, p.435 ;

seuls ceux-ci peuvent autoriser la mise en place de mesures de défense<sup>21</sup>. La France a, fait par là, application de l'option ouverte par la directive en son article 12, permettant aux sociétés nationales de mettre en œuvre des mesures anti-OPA.

L'utilisation du capital différé a pour but dans cette hypothèse de créer une réserve de titres à disposition d'alliés qui pourraient faire contrepoids à la tentative d'un raider<sup>22</sup>. En pratique, il s'agit de concentrer une partie du capital entre les mains d'actionnaires fidèles. Les sociétés cibles émettent des valeurs mobilières composées au profit d'une ou plusieurs personnes, physiques ou morales, en prévoyant l'attribution d'actions aux détenteurs de ces titres en cas de déclenchement d'OPA. Cette attribution aura pour effet d'augmenter la capitalisation de l'émetteur et donc de renchérir le coût de l'acquisition pour l'initiateur de l'offre. L'idée est de rendre "la cible trop grosse pour être avalée".

La valeur mobilière composée qui se prête particulièrement bien à cette situation est l'obligation à bons de souscription d'actions, car à cette obligation sont attachés des bons qui donnent le droit à leurs propriétaires de souscrire à des actions à émettre par la société dans des conditions et des délais prévus dans le contrat d'émission. De plus, ces bons présentent l'avantage d'avoir une durée de 10 ans et 3 mois, alors qu'un bon émis de façon autonome a une durée de validité limitée à 5 ans. L'utilisation d'un support obligataire permet donc de doubler la durée de vie du mécanisme de protection<sup>23</sup>. Cette technique est expressément admise par la directive, qui la considère non comme une mesure anti-OPA véritable mais plus comme un moyen de surenchère.

Les sociétés ont recours à ce type de défenses depuis de nombreuses années. L'entreprise Danone, dénommée en 1986 Boussois-Souchon-Neuvesel (BSN), dispose à l'époque d'une notoriété mondiale. Son capital n'est plus contrôlé après avoir subi des dilutions successives et son découpage en branches d'activités indépendantes permet d'envisager « une vente par appartements » susceptible d'intéresser un prédateur financier. La société BSN apparaît donc comme une cible potentielle et idéale. Les dirigeants en accord avec les actionnaires vont alors mettre en place une politique de protection : « la politique de chartres ». A la fin de l'année, la société émet des actions à bons de souscription d'actions

---

<sup>21</sup> C. com., article L.233-32 ;

<sup>22</sup> BAJ, Claude, "Utilité des procédés de capital différé", op. cit., n°157 ;

<sup>23</sup> BAJ, Claude, "Utilité des procédés de capital différé", op. cit., p.158;

pour un montant nominal de 120 millions de francs. Chaque bon, valorisé d'un franc, permet d'acheter à tout moment et pour une période de dix ans et trois mois, une action BSN à un prix d'exercice égal à la moyenne des vingt derniers cours de bourse. L'intérêt de cette émission est que les investisseurs peuvent pendant dix ans exercer leur droit de créer 1 200 000 nouvelles actions BSN et de diluer la part d'un attaquant éventuel. En effet, fin 1986, le capital de BSN comprend 4 millions d'actions et l'exercice des bons entraînerait une dilution de 30%, ce qui est partiellement dissuasif. Les OBSA vont être entièrement souscrites par la société Genofim, créée à cet effet. A partir de cette date, la société va commencer à financer sa croissance avec des outils à dilution différée<sup>24</sup>.

Toutefois cette technique ne rencontre pas toujours le succès escompté, comme la démontré la célèbre affaire LVMH<sup>25</sup>. En 1987, la société Moët Hennessy émet des obligations à bons de souscription d'actions, destinées à constituer une réserve de titres à disposition de partenaires amis. A cet effet, un accord est conclu avec un groupe de banques pour que celles-ci s'engagent à conserver les bons de souscription ou les actions éventuellement obtenues à partir de ces bons. La société consolide ensuite son dispositif de défense en fusionnant avec la société Louis Vuitton. Mais les directions des deux groupes rencontrent quelques difficultés à communiquer entre elles, c'est alors que Bernard Arnault fait connaître son intérêt pour le groupe et obtient ainsi une partie des bons provenant des OBSA. En 1988, la mésentente entre celui-ci et le représentant des familles Vuitton est totale, mais il parvient à acquérir le contrôle du groupe en détenant 11,4% du capital par utilisation des bons et grâce à son association au groupe Guinness déjà détenteur de 35% des droits de vote de LVMH<sup>26</sup>. L'ironie de l'histoire est que les bons avaient été procurés par les dirigeants de LVMH.

Les valeurs mobilières permettant d'accéder à terme au capital sont donc des instruments servant à assurer la stabilité du capital, mais elles restent avant tout des produits destinés au financement des entreprises. Les valeurs mobilières complexes sont des produits particulièrement adaptés aux besoins de financement de l'entreprise, puisque leur souplesse lui permet de mettre en place un financement « sur mesure ».

---

<sup>24</sup> <http://Annales.com/gc/1998/gc06-98/56-70.pdf>

<sup>25</sup> CA Paris 2 novembre 1989, Revue des sociétés 1990, p. 39, note P. Le Cannu ;

<sup>26</sup> BAJ, Claude, "Utilité des procédés de capital différé", op. cit., p.161 ;

## **B. Un moyen de financement adapté aux besoins de l'entreprise**

Pour être performante, une entreprise se doit d'être capable de s'adapter rapidement aux réactions du marché et donc de se financer rapidement. Le recours au capital différé présente l'intérêt d'offrir à une société la flexibilité nécessaire à toute activité économique, l'entreprise peut ainsi lever des fonds au moment où elle le juge opportun, selon la politique qu'elle a défini. Les investisseurs se voient, quant à eux, associés aux plus-values constatées sur les titres déjà émis avec une limitation des pertes. Son succès indéniable en pratique traduit son adaptation aux besoins de la société mais également à ceux des investisseurs.

### **1. Augmentation de capital à souscription conditionnelle**

L'accès différé au capital se réalise par l'émission de titres qui vont donner droit à terme au capital, ce qui va donc entraîner une augmentation de capital différée. Concrètement la société promet d'émettre des titres donnant accès à une quotité de capital à un prix déterminé, le bénéficiaire des promesses d'émission, demeure, quant à lui, libre de souscrire. La souscription à cette augmentation a donc pour particularité d'être conditionnelle, elle est soumise à la réalisation d'une condition, la levée de l'option par le bénéficiaire.

L'augmentation de capital à souscription conditionnelle est donc une sorte d'avant-contrat, elle repose sur le mécanisme de la promesse unilatérale d'émission de titres à souscrire<sup>27</sup>. Par cette promesse, la société consent irrévocablement à émettre des titres représentant une quotité de capital social à des conditions définitivement fixées de telle sorte que seul le consentement du bénéficiaire de la promesse rende parfait le contrat de souscription<sup>28</sup>.

En plus de son engagement, la société doit s'abstenir de tous les actes susceptibles de compromettre l'exécution de la promesse. Cette obligation revêt, ici, une importance particulière tant il existe des actes pouvant vider de sa substance la promesse<sup>29</sup>.

---

<sup>27</sup> AYNES Laurent, Droit des obligations, Defrénois 2004, n°442 ;

<sup>28</sup> OUANES, Ilhem, "le régime juridique des valeurs mobilières composées", op. cit., p. 64.

<sup>29</sup> Supra II. B. protection des actionnaires ;

La promesse d'émission doit comporter les éléments essentiels du contrat de souscription proposé : la nature des titres à émettre et leur prix de souscription<sup>30</sup>.

La nature des titres à émettre relève du libre choix de la société toutefois, il existe deux séries de contraintes, tout d'abord, il doit s'agir de titres représentant une quotité de capital de telle sorte que leur souscription entraîne une augmentation de capital (article 339-1 de la loi du 24 juillet 1966, codifié à l'article L.228-91 du Code de commerce), ensuite le choix opéré par la société devra tenir compte de la nature des titres déjà émis en représentation du capital actuel de la société afin de respecter les droits des différentes catégories sans bouleversement de l'équilibre initial. L'objectif à terme de ces promesses unilatérales est la réalisation d'une augmentation de capital. Les valeurs mobilières émises, dans cette hypothèse, ne peuvent donc être utilisées qu'à cette fin.

Le prix des titres promis doit être irrévocablement fixé dans la promesse unilatérale. Il est important que ce prix soit indiqué, c'est l'élément essentiel à la réalisation de la promesse. Le prix doit être déterminé pour que le bénéficiaire par son seul consentement puisse former le contrat de souscription. Toutefois la société reste libre dans la fixation du prix, tout en respectant la règle selon laquelle le prix des titres à émettre ne doit pas être inférieur à la valeur nominale des actions (article 194-1 alinéa 4 de la loi du 24 juillet 1996 codifié à l'article L.225-150 du Code de commerce).

La promesse unilatérale a pour caractéristique d'offrir une liberté à son bénéficiaire, celui-ci est, ici, libre de souscrire ou non. Il peut ainsi recueillir les plus-values d'un titre sans s'exposer aux pertes ou du moins dans des limites prédéterminées. Les investisseurs n'acceptent aujourd'hui de s'engager qu'après une période d'observation, période qui est organisée par les augmentations de souscription conditionnelles. Pendant la durée de l'option, le bénéficiaire peut observer la situation de la société, et levée l'option lorsqu'il acquiert la certitude de réaliser des plus-values.

Cette liberté de souscription accordée au bénéficiaire a du s'adapter aux règles de notre droit des sociétés et particulièrement à celle de fixité du capital<sup>31</sup>. Selon ce principe, le

---

<sup>30</sup> HOVASSE Henri, *Les augmentations de capital à souscription conditionnelle*, Economica 1988 ;

<sup>31</sup> HOVASSE Henri, *Les augmentations de capital à souscription conditionnelle*, op. cit. n°39 ;

capital revêt deux facettes, il détermine l'étendue de la responsabilité des actionnaires et joue le rôle de gage des créanciers sociaux.

Le capital correspond au montant des apports que les actionnaires se sont engagés à effectuer dans leur souscription, ce qui emporte la conséquence de l'irrévocabilité de la souscription. L'affectation des apports est donc concomitante à la souscription. C'est en vue d'assurer l'effectivité des apports constitutifs du capital que l'irrévocabilité des souscriptions a été décidée. La jurisprudence a consacré à plusieurs reprises cette règle de l'irrévocabilité des souscriptions en décidant qu'elles ne sont susceptibles d'aucune modalité et doivent être pures et simples. Si elles sont assorties d'une condition suspensive ou résolutoire, celle-ci doit être réputée non écrite<sup>32</sup>. Les augmentations de capital à souscription conditionnelle ne portent pas atteinte à la règle de l'irrévocabilité des souscriptions telle qu'elle a été posée par la jurisprudence. La société a promis d'émettre des titres représentant une quotité de capital. Le bénéficiaire de la promesse, en l'acceptant, n'a pas donné son consentement à une souscription sur laquelle il se réserverait de revenir. Il manque précisément son consentement pour que la souscription soit parfaite. Tant qu'il n'a pas exercé son option le capital de la société demeure inchangé<sup>33</sup>. La souscription existera au moment où il lèvera l'option.

Lorsque le capital fait l'objet d'augmentation différée, son montant est amené à évoluer au gré de la volonté des bénéficiaires de promesses de titres de souscrire. Il est donc exposé à des modifications permanentes qui peuvent entraîner une incertitude quant à son montant. Ce constat semble se heurter à la règle d'intangibilité du capital. Cette règle signifie que les associés n'ont pas le droit de demander le remboursement de leur créance tant que la société n'est pas dissoute<sup>34</sup>. Elle ne s'applique donc pas aux augmentations de capital conditionnelles, puisque les bénéficiaires des promesses d'émission de titres n'ont pas encore souscrit. Ils n'ont, pour l'instant, fait aucun apport dont la restitution pourrait être redoutée.

Pendant longtemps, le principe de fixité du capital a partiellement empêché les sociétés françaises de réaliser des augmentations de capital étalées dans le temps, l'évolution du droit des valeurs mobilières a modifié substantiellement la situation du droit français. Il est désormais possible de mettre en œuvre des politiques de restructuration différée du haut de

---

<sup>32</sup> Trib. Com. Lyon 28 février 1944, *Journal des sociétés* 1945, p.115 ; Rouen 21 juin 1957, *Dalloz* 1957, p.268 ;

<sup>33</sup> HOVASSE Henri, *ouvr. Préc.* ;

<sup>34</sup> COZIAN Maurice, VIANDIER Alain, DEBOISSY Florence, *Droit des sociétés*, Litec 16<sup>e</sup> édition ;

bilan<sup>35</sup>. Les valeurs mobilières composées ouvrent de riches perspectives, puisqu'elles ont la faculté de s'intégrer dans de nombreux montages.

## **2. Variété de montages possibles due à une variété de valeurs mobilières**

Jusqu'à l'ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004, les valeurs mobilières étaient constituées de trois composantes : à l'origine un titre primaire qui pouvait être une obligation, une action ou un certificat d'investissement (titre supprimé par l'ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004 sous réserve du maintien des titres en circulation). Une opération (de conversion, échange, remboursement, présentation d'un bon ou tout autre manière) devait ensuite permettre à la valeur initiale de donner droit à l'attribution de titres. Le titre final devait représenter une quotité de capital, il s'agissait donc soit d'une action, soit d'un certificat d'investissement.

La pratique a créé de nombreuses valeurs mobilières composées, on peut citer à titre d'exemple, les obligations convertibles, échangeables ou remboursables en actions ou certificats d'investissement (ORABSA), les obligations avec bons de souscription d'actions ou de certificats d'investissement (OBSA), les actions à bons de souscription d'actions (ABSA), ou les obligations à option de conversion ou d'échange en actions nouvelles en ou existantes (OCEANE). Cette liste n'est pas exhaustive, l'imagination de la pratique ne rencontrait en la matière que peu de limites, qui pour l'essentiel tenait à la complexité du régime auquel serait soumis le titre créé. Cette difficulté ayant été levée par l'ordonnance, les praticiens peuvent aujourd'hui inventer des montages qui n'ont cette fois pour seule limite leur imagination.

Les sociétés peuvent émettre des titres à caractères autonomes tels que les bons de souscription d'actions (BSA). Ces bons n'accordent pas la qualité d'actionnaire, mais confèrent aux porteurs un droit à une portion du bénéfice net ou à une part de liquidation ou à un droit préférentiel de souscription en cas d'émission future. Les bons sont des contrats optionnels, la période de souscription de l'action est déterminée à l'avance. Le prix est généralement constant et prédéterminé, mais il peut également varier et suivre une règle de

---

<sup>35</sup> BERTEL Jean-Pierre et JEANTIN Michel, *Droit de l'ingénierie financière*, Litec 1990;

calcul convenue à l'avance. L'émission de bons présente un intérêt certain pour l'entreprise, puisqu'il lui assure une rentrée d'argent immédiate sans endettement immédiat puisque l'augmentation de capital sera différée dans le temps<sup>36</sup>.

Une société peut également faire le choix d'émettre des valeurs mobilières donnant droit à un titre nouveau ou autodétenu. L'ancien article L.228-91 du Code de commerce ne visait comme valeurs finales que des titres « qui sont émis ou seront émis en représentation d'une quotité de capital de la société émettrice ». Le nouvel article ne contient plus cette limite, le mode d'accès au capital n'est plus spécifié. Les titres émis peuvent donc donner droit à des titres déjà détenus en portefeuille. La pratique avait depuis longtemps admis la possibilité de créer des valeurs mobilières complexes donnant droit à des titres existants. L'obligation Vivendi Environnement apparaît, à ce titre, intéressante<sup>37</sup>. Elle a pour nom exact d'« obligation à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes Vivendi ou éventuellement Vivendi Environnement en cas d'introduction en bourse de cette dernière société ». Il s'agit d'une OCEANE émise par Vivendi Environnement, filiale de vivendi, aux modalités particulières : le porteur peut décider de ne pas faire jouer son droit d'attribution d'actions et recevoir, aux périodes déterminées par le contrat d'émission le remboursement de son obligation ; il peut également décider de demander l'attribution d'actions Vivendi Environnement, la société décidera alors si les actions seront émises (mécanisme de la conversion) ou prélevées d'un stock existant (mécanisme de l'échange). Cette obligation en apparence complexe s'appuie sur des mécanismes simples de façon à offrir une bonne lisibilité aux souscripteurs et une souplesse maximale à l'émetteur<sup>38</sup>. Cette obligation avait aussi pour originalité de permettre au porteur de demander l'attribution d'actions non de Vivendi Environnement mais de Vivendi, elles donnaient ainsi au porteur accès au capital d'une société autre que la société émettrice.

Il est désormais possible de classer les valeurs mobilières complexes en deux grandes catégories : les valeurs donnant accès au capital de l'émettrice elle-même et les valeurs donnant accès au capital d'une société autre que l'émettrice dans le cadre d'un groupe de sociétés.

---

<sup>36</sup> Lamy droit du financement 2005, n°507 et s.;

<sup>37</sup> DESCLEVES Arnaud et MOUGEL Julien, « Obligations complexes : les nouveaux mécanismes d'accès au capital de l'émetteur ou des sociétés du groupe », Banque et Droit 1999, n°67, p.13 ;

<sup>38</sup> DESCLEVES Arnaud et MOUGEL Julien, « Obligations complexes : les nouveaux mécanismes d'accès au capital de l'émetteur ou des sociétés du groupe », op. cit., p.20 ;



En effet, l'article L.228-93 du Code de commerce autorise toute société par actions à émettre des valeurs mobilières donnant accès au capital de la société qui possède directement ou indirectement plus de la moitié de son capital social ou de la société dont elle possède directement ou indirectement plus de la moitié de son capital. L'innovation consiste, ici, à permettre à la société-mère d'émettre des valeurs mobilières donnant accès au capital de sa filiale, alors qu'auparavant seule la réciproque était possible. Seule la filiale pouvait émettre des titres donnant accès au capital de sa mère. Désormais l'article L.228-93, dans sa nouvelle rédaction, a perdu son caractère unilatéral<sup>39</sup>.

L'article ne vise plus la notion de contrôle mais celle de détention, puisque le lien du groupe est donc défini comme la détention par une société de plus de la moitié du capital d'une autre<sup>40</sup>. Cette détention peut être directe ou indirecte ce qui ouvre de larges possibilités au sein d'un groupe. La possession indirecte résulte d'une succession de participations majoritaires. Le critère retenu par l'article est celui de la moitié du capital.

Cette émission reste toutefois encadrée, puisqu'elle doit, à peine de nullité, être autorisée par l'assemblée générale extraordinaire des deux sociétés, c'est-à-dire la société appelée à émettre les valeurs mobilières et celle au sein de la laquelle les droits sont exercés<sup>41</sup>.

La liberté pourrait se définir, ici, comme la faculté laissée aux sociétés d'imaginer des titres conformes aux besoins de l'entreprise. Mais elle peut également recouvrir la possibilité ouverte aux sociétés de déterminer les règles auxquelles vont être soumis ces titres. C'est ainsi que le contrat d'émission a acquis une place importante. Les sociétés peuvent donc recourir largement au contrat pour organiser le financement de leurs besoins<sup>42</sup>.

L'accès différé au capital d'une société par l'émission de valeurs mobilières complexes présente pour l'émetteur l'avantage considérable de se procurer un financement certain en contrepartie d'une dilution future et hypothétique. Le capital social a pour particularité de représenter du capital en puissance, c'est-à-dire du capital en devenir. Le recours grandissant aux produits financiers complexes et leur multiplication participent à la « mobilité » du capital social. Il n'a plus, aujourd'hui, le caractère intangible qui le caractérisait autrefois.

---

<sup>39</sup> Lamy droit du financement 2006, n°616, p.389 ;

<sup>40</sup> OHL Daniel, *Droit des sociétés cotées*, Litec 2005, n°310 ;

<sup>41</sup> C. com., L.228-93, alinéa 2 ;

<sup>42</sup> Cf. note n°20 ;

## **II. Le capital différé : du capital en puissance pour l'entreprise**

Le capital muet, dans lequel les détenteurs de titres se voyaient dépouillés de tout droit politique en contrepartie d'un renforcement des droits financiers, s'est vu progressivement remplacé par le capital en puissance<sup>43</sup>, comme en témoigne l'introduction par l'ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004 de l'action de préférence qui a remplacé les actions de priorité, les actions à dividende prioritaire et les certificats d'investissement. Le capital en puissance est du capital potentiel, il n'est pas encore constitutif de capital social. Il est composé de titres qui confèrent un droit permettant de devenir titulaire d'une quotité de capital social et dont l'exercice a pour effet de faire augmenter le capital social<sup>44</sup>. La société s'engage donc à accepter dans un délai fixé souvent long des souscriptions de capital à des conditions de prix fixées dès l'origine.

### **A. Un capital modulable**

Les assouplissements apportés par l'ordonnance du n°2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales permettent une réelle modularité du capital social en faveur des organes dirigeants des sociétés par actions.

#### **1. Nouveau régime commun**

L'ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières a complètement refondu le droit des valeurs mobilières composées. Il s'agissait là d'une nécessité qui avait été soulignée à plusieurs reprises, puisque les textes en la matière s'accumulaient sans qu'aucune révision globale n'intervienne<sup>45</sup>. Il existe désormais un droit commun des valeurs mobilières.

L'ordonnance marque l'abandon de la pluralité de régimes spécifiques s'appliquant aux valeurs mobilières. En effet, depuis les années 1980, les valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres se sont multipliées, les plus anciennes étant les obligations incorporant

---

<sup>43</sup> PRIEUR Jean, « Titres complexes et capitaux propres des sociétés non cotées », Droit des sociétés, Actes pratiques 1997, p.2 ;

<sup>44</sup> BONNEAU Thierry, « La diversification des valeurs mobilières : ses implications en droit des sociétés », RTD Com 1988, p.535 ;

<sup>45</sup> LE CANNU Paul, RTD Com 2004, p.761.

un droit à l'attribution d'une quote-part du capital de la société émettrice<sup>46</sup>. Dans la loi du 14 décembre 1985, le législateur avait préféré fixer un régime général pour l'émission de nouvelles valeurs mobilières composées. Mais cette réglementation se s'appliquait pas aux valeurs mobilières qui étaient déjà soumises à un régime particulier avant cette loi, à savoir les obligations avec bons de souscription d'actions (OBSA), les obligations convertibles en actions (OCA) et les obligations échangeables en actions (OEA), qui elles sont restées soumises à la réglementation qui leur était spécifique<sup>47</sup>. Les bons de souscription autonomes (BSA) faisaient également l'objet de dispositions particulières. Ces différences de régime applicables ont entraîné une certaine complexité dans la mise en œuvre des valeurs mobilières composées. Il en résultait essentiellement une incertitude quant au régime applicable à certaines valeurs mobilières composées. Prenons l'exemple des obligations à bons de souscription d'actions remboursables (OBSAR), l'AMF considérait dans un souci de protection des porteurs qu'elles relevaient du régime spécifique des OBSA, certains estimaient au contraire qu'elles devaient être soumises au régime des valeurs mobilières composées défini par la loi de 1985. Désormais, l'ordonnance résout toutes ces difficultés en simplifiant et unifiant le régime des valeurs mobilières et des augmentations de capital.

Avant l'ordonnance, les valeurs mobilières composées étaient définies comme les « valeurs mobilières donnant droit par conversion, échange, remboursement, présentation d'un bon ou de toute autre manière, à l'attribution à tout moment ou à date fixe de titres qui à cet effet, sont ou seront émis en représentation d'une quotité de capital de la société émettrice »<sup>48</sup>. Cette définition est modifiée par l'ordonnance, désormais les valeurs mobilières composées sont des « valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titre de créance »<sup>49</sup>. Les valeurs mobilières sont elles-mêmes définies de façon générale comme des titres émis par des personnes morales, publiques ou privées, transmissibles par inscription en compte ou tradition, qui confèrent des droits identiques par catégorie et donnent accès, directement ou indirectement, à une quotité du capital de la personne morale émettrice ou à un droit de créance général sur son patrimoine<sup>50</sup>.

---

<sup>46</sup> OHL, Daniel, *Droit des sociétés cotées*, op. cit., n°308 ;

<sup>47</sup> GRELON, Bernard, « Le nouveau droit commun des valeurs mobilières donnant accès au capital », *Revue des sociétés* 2004, n°3, p.579 ;

<sup>48</sup> C. com., article L.228-91 dans sa rédaction antérieure à l'ordonnance ;

<sup>49</sup> C. com., article L.228-91 nouveau ;

<sup>50</sup> C. com., article L.228-1 ;

Cette nouvelle définition des valeurs mobilières composées fait apparaître des différences<sup>51</sup>. Désormais, les sociétés par actions peuvent émettre deux grandes catégories de valeurs mobilières composées : celles qui « donnent accès au capital » et celles qui « donnent droit à l'attribution de titres de créance ». La structure du titre comprend ainsi un titre primaire auquel sera attaché un ou plusieurs titres secondaires actuels ou à venir. Le droit positif admet donc de manière expresse les valeurs mobilières donnant droit à des titres de créance, tout en conservant la règle impérative selon laquelle les titres de capital ne peuvent être convertis ou transformés en valeurs mobilières représentatives de créance : impossibilité de transformer du capital en dette (article L.2998-91 alinéa 5)<sup>52</sup>. Le législateur ne fait plus référence au modalité d'attribution, le titre primaire doit seulement « donner accès » au titre secondaire. Autrement dit, le mode d'attachement (par conversion, échange, remboursement, présentation d'un bon ou toute autre manière) n'est plus évoqué.

L'identité de l'émetteur du titre primaire et du titre secondaire ne figure plus dans la définition des valeurs mobilières, en conséquence les titres attachés ne sont pas forcément des titres à émettre par la société qui émet le titre primaire<sup>53</sup>. La société-mère dispose dorénavant de la faculté de d'émettre des valeurs mobilières donnant accès à des titres de sa filiale<sup>54</sup>.

Dorénavant, sous réserve de dispositions spécifiques, le titre primaire et le titre secondaire relèveront d'un régime dicté par leur nature. Outre les dispositions communes aux valeurs mobilières, chaque titre sera soumis, selon sa nature au régime des actions, des obligations ou des titres participatifs.

L'ordonnance dispose que les sociétés par actions peuvent émettre « toutes valeurs mobilières ». Elle consacre ainsi la liberté d'émission de valeurs mobilières composées, qui doit permettre aux acteurs économiques « de créer les titres dont ils ont besoin tout en disposant d'une sécurité juridique quant à leur régime »<sup>55</sup>.

La loi de 1985 a marqué une étape essentielle dans cette évolution, mais la liberté d'émettre des valeurs mobilières se réduisait à une liberté de choix entre des titres nommés.

---

<sup>51</sup> LE PLAT, Frédéric, « Les valeurs mobilières composées », Petites Affiches, 22 septembre 2005, n°189, p.66 ;

<sup>52</sup> Le Cannu, Paul, RTD com 2004, p.761 ;

<sup>53</sup> C. Com., article L.228-93 ;

<sup>54</sup> Supra I.B.2 ;

<sup>55</sup> Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales, p.1 ;

L'ordonnance est en l'étape ultime. Elle réalise cette libéralisation par la suppression des catégories particulières de titres nommés au profit de catégories plus générales, destinées « à englober l'ensemble des titres les unifier et à permettre l'émission de nouveaux titres »<sup>56</sup>. Désormais pour exister, les titres non plus besoins d'être nommés par le législateur et ainsi autorisés par la loi. Il suffit qu'ils s'analysent en des valeurs mobilières puisque dorénavant, aux termes de l'alinéa premier du nouvel article L.228-1 du Code de commerce : « Les sociétés par actions émettent toutes valeurs mobilières ». Le législateur a ainsi renoncé à énumérer les titres susceptibles d'être émis par les sociétés par actions<sup>57</sup>. Le contrôle s'effectue donc non au plus au stade de la création mais à celui de la diffusion des titres.

Les seules limites à cette liberté se trouvent dans des dispositions d'ordre public, qui sont pour l'essentielles protectrices des associées et des tiers<sup>58</sup>. Sous réserve donc de respecter un bloc impératif, les émetteurs peuvent donc émettre tout type de valeur mobilière. C'est la notion telle qu'elle est définie par l'article L.211-2 du Code monétaire et financier, qui cerne cette liberté<sup>59</sup>.

Ce décalage dans le temps de l'exercice du droit de souscription des actions propre à l'exercice du droit attaché aux valeurs mobilières conférées caractérise les augmentations de capital différées.

## **2. Les augmentations de capital différées**

A ce droit commun des valeurs mobilières, s'adjoint un droit commun des augmentations de capital différées réalisées par l'exercice du droit conféré par ces valeurs mobilières<sup>60</sup>.

Par l'ordonnance, les organes dirigeants ont reçu tout pouvoir, dans toutes les hypothèses, pour constater « à tout moment de l'exercice en cours et au plus tard lors de la

---

<sup>56</sup> Rapport précité, p.10 ;

<sup>57</sup> DRUMMOND, France, « Un nouveau principe : la liberté d'émettre toutes valeurs mobilières », op. cit., p.361 ;

<sup>58</sup> Interdiction de clauses léonines : article 1844-1 du Code civil ; droit préférentiel de souscription : article L.225-132 du Code de commerce ; etc. ;

<sup>59</sup> Cf. note n°31 ;

<sup>60</sup> LE BARS, Benoît, « Les règles communes aux augmentations de capital », Petites Affiches 2005, n°189, p.8 ;

première réunion suivant la clôture de celui-ci, le nombre et le montant nominal des actions créées au profit des titulaires des droits au cours de l'exercice écoulé et apporte les modifications nécessaires aux clauses des statuts relatives au montant du capital social et au nombre des titres qui le composent »<sup>61</sup>. L'émission de valeurs mobilières composées relève normalement de la compétence de l'assemblée générale extraordinaire, mais la décision d'émettre peut toutefois être déléguée au conseil d'administration ou au directoire<sup>62</sup>. Ainsi, le conseil d'administration se voit octroyer un droit de « moduler » le capital social en fonction de l'exercice des droits permettant d'accéder au capital social<sup>63</sup>.

Les possibilités de délégation<sup>64</sup> ouvertes par l'ordonnance font preuve d'une grande souplesse, car il n'est plus besoin de convoquer systématiquement une assemblée générale extraordinaire pour procéder à ces augmentations mécaniques du capital social. En effet, lors de la levée de l'option, l'augmentation de capital à souscription conditionnelle se transforme en augmentation de capital pure et simple, à souscription ferme<sup>65</sup>.

Au niveau des délais imposés en matière de délégation de pouvoir pour procéder à une augmentation de capital, on peut observer que lorsqu'il s'agit d'une augmentation de capital immédiate ou à terme, l'augmentation de capital doit être réalisée dans un délai de cinq ans à compter de la délégation. Ce délai ne s'applique pas « aux augmentations de capital à réaliser à la suite de l'exercice d'un droit attaché à une valeur mobilière donnant accès au capital »<sup>66</sup>, autrement dit à une augmentation de capital différée. Ainsi le pouvoir du conseil de procéder aux adaptations du capital social rendues nécessaires par l'exercice de droits assortissant des valeurs mobilières complexes ne comporte donc pas de limite de temps<sup>67</sup>.

L'augmentation de capital différée peut être suspendue par le conseil d'administration en cas d'émission de nouveaux titres de capital ou de nouvelles valeurs mobilières donnant accès au capital, ainsi qu'en cas de fusion ou de scission de la société appelée à émettre de

---

<sup>61</sup> C. com. L.225-149, alinéa 3 ;

<sup>62</sup> C. com., article L.228-92 modifiée par l'ordonnance 2004-604 du 24 juin 2004 ;

<sup>63</sup> LE BARS, Benoît, « Le volume des augmentations de capital », *Revue des sociétés* 2004, n°3, p.531 ;

<sup>64</sup> L'assemblée générale peut transférer sa compétence pour décider une augmentation de capital en faveur du conseil d'administration ou du directoire dans les conditions fixées par l'article L.225-129-2 du Code de commerce ;

<sup>65</sup> OUANES, Ilhem, "le régime juridique des valeurs mobilières composées", *op. cit.* ;

<sup>66</sup> C. com., article L.225-149 alinéa 4 ;

<sup>67</sup> LE BARS, Benoît, « Le volume des augmentations de capital », *op. cit.*, n°23 ;

tels titres<sup>68</sup>. Ainsi, le conseil d'administration peut pendant un certain temps (délai fixé par décret en Conseil d'Etat) la possibilité d'obtenir l'attribution de titres de capital.

Les actionnaires de la société qui émet les valeurs mobilières donnant accès au capital ont, à peine de nullité de l'émission, proportionnellement au montant de leurs actions, un droit de préférence à la souscription de ces valeurs mobilières. Ce droit préférentiel de souscription est régi par les dispositions du droit commun des articles L.225-132 et L.225-135 à L.225-140 du Code de commerce. Les actionnaires exercent donc ce droit dans les mêmes règles que celles applicables au droit préférentiel de souscription relatif aux actions ordinaires. Ainsi, ils peuvent y renoncer. L'assemblée générale extraordinaire de la société émettrice peut, quant à elle, en voter la suppression<sup>69</sup>.

L'autorisation d'émettre des valeurs mobilières composées donnant accès au capital emporte renonciation expresse des actionnaires à leur droit préférentiel de souscription aux titres de capital, auxquels ces valeurs mobilières donnent droit<sup>70</sup>.

Dans l'hypothèse d'une émission de valeurs mobilières donnant accès au capital d'une autre société, la loi ne reconnaît un droit préférentiel de souscription aux seuls actionnaires de la société qui émet les valeurs mobilières donnant accès au capital d'une autre société<sup>71</sup>. En conséquence, elle n'ouvre pas un droit préférentiel aux actionnaires de la société dont la répartition du capital est appelée à être affectée par l'émission décidée par une autre société. Toutefois, lorsque la possibilité d'exercer ce droit a été effectivement procurée, mais que les actionnaires de la société émettrice des valeurs mobilières composées ne l'ont pas utilisé au terme du délai ouvert, une délibération pourrait ouvrir aux actionnaires de la société, dont la répartition du capital va être affectée, un droit préférentiel de souscription sur la partie non souscrite par les actionnaires de la société émettrice<sup>72</sup>.

La réalisation de l'augmentation de capital différée se fait dans des conditions très simplifiées. Elle résulte de l'exercice des droits attachés à toute valeur mobilière donnant

---

<sup>68</sup> C. com., article L225-149-1 ;

<sup>69</sup> LEFEVRE Francis, *Droit des sociétés commerciales*, Edition 2005 ;

<sup>70</sup> C. com., article L.225-132 alinéa 5 nouveaux ;

<sup>71</sup> C. com., article L.228-91 alinéa 2 ;

<sup>72</sup> Cf. note précitée n°40, n°20581 ;

accès au capital d'une société<sup>73</sup>. En conséquence, ses conditions de réalisation sont simplifiées, elle n'est pas soumise à diverses formalités. Elle se voit ainsi dispensée de publicité préalable<sup>74</sup>, et de certificat du dépositaire pour le dépôt des fonds<sup>75</sup>.

Les titulaires de valeurs mobilières composées ne sont pas associés mais ont vocation à le devenir, à ce titre ils disposent d'une protection particulière.

## **B. La protection des actionnaires potentiels**

Les propriétaires de valeurs mobilières donnant accès au capital ont droit à une protection de leurs droits futurs d'actionnaires lorsque la société réalise des opérations qui affectent ses fonds propres, entraînant par la une perte de substance et une baisse de la valeur des actions promises. Tous ces porteurs affrontent un risque commun : celui de l'écoulement du temps<sup>76</sup>, c'est-à-dire la période qui va s'écouler entre l'émission de la valeur mobilière composée et la création du nouveau titre de capital auquel elle donne droit. Durant cette période, l'entreprise peut réaliser un certain nombre d'actes (amortissement du capital, annulation d'actions, réduction de capital, augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription, etc.) qui ne seront pas sans incidence sur la situation des porteurs de titres de capital différé.

### **1. Les principes de la protection**

Les porteurs se sont vus reconnaître un statut particulier qui leur assure une protection contre des mesures qui pourrait entraver leurs droits. Ils sont des actionnaires potentiels.

Il est possible d'envisager une protection des porteurs de valeurs mobilières composées chaque fois que le société décide ou réalise certaines opérations qui peuvent supprimer ou diminuer la valeur des titres promis. Dans cette perspective, un nombre infini d'opérations se trouveraient concernées. Cette protection ne doit pas constituer un obstacle à

---

<sup>73</sup> C. com., L.225-149, alinéa 2 ;

<sup>74</sup> C. com., L.225-142 ;

<sup>75</sup> C. com., L.225-146 ;

<sup>76</sup> COURET Alain, « Le droit des porteurs de titres de capital différé », Petites Affiches 2001, n°89, p.13 ;



poursuite d'opérations rendues nécessaires par l'évolution des affaires de la société. Un équilibre doit être recherché entre leur nécessaire protection et la liberté de gestion de la société émettrice. En conséquence, la protection sera limitée à certaines opérations identifiées par la loi comme particulièrement sensibles.

Toutefois le législateur a laissé aux parties du contrat d'émission la liberté d'organiser la protection et donc d'en étendre le domaine. Il faut cependant relativiser cette liberté, en précisant que la protection des porteurs de valeurs mobilières composées ne peut être étendue à l'infini. Prenons l'exemple d'une réduction de capital à zéro, ils ne se voient dans cette hypothèse accordée aucune protection particulière<sup>77</sup>. En effet, il serait paradoxal d'accorder à ces bénéficiaires une protection que les actionnaires n'ont pas. Il faut toutefois mentionner l'arrêt du 27 février 2001 qui a considéré que les règles légales « destinées à préserver les intérêts des titulaires de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution d'actions, s'appliquent à toute opération, affectant des fonds propres, susceptibles d'entraîner pour la société une perte de substance impliquant une baisse de la valeur des actions ». Ainsi, les actionnaires potentiels sont protégés lors d'opérations relatives aux capitaux propres de la société émettrice notamment par l'ajustement des conditions de souscription<sup>78</sup>.

Pendant longtemps, un grand nombre d'opérations étaient purement et simplement interdites. La réforme de 2004 a uniformisé les règles de protection des titulaires de titres de capital différé en cas d'opération financières réalisées par la société émettrice<sup>79</sup>. Aujourd'hui les interdictions faites à la société peuvent être relatives ou absolues. Les opérations financières de nature à porter atteinte aux droits des porteurs sont soit interdites, avec éventuellement la possibilité de lever cette interdiction, soit autorisées avec éventuellement des mesures de sauvegarde des intérêts des porteurs<sup>80</sup>. Il est donc possible de déroger à la protection légalement organisée par le contrat d'émission<sup>81</sup>.

Ainsi, sauf stipulation du contrat d'émission, le remboursement ou le rachat ne peut être imposé aux porteurs. La modification des règles de répartition des bénéfices,

---

<sup>77</sup> LE NABASQUE Hervé, « Les droits de conversion attachés aux obligations convertibles peuvent –ils être exercés après une réduction de capital à zéro ? » Droit des sociétés, Actes pratiques 1997, p.24 ;

<sup>78</sup> Cass. com., 27 février 2001, Droit des sociétés 2001, commentaire n°87, p.23 ; JCP E 2001, n°18, p.765 ; CA Paris, 19 mai 1999, JCP E 1999, n°41, p.1634 ;

<sup>79</sup> OHL, Daniel, *Droit des sociétés cotées*, op. cit., n°324 ;

<sup>80</sup> LEPLAT Frédéric, « Les valeurs mobilières composées », Petites Affiches 2005, n°189, p.66 ;

<sup>81</sup> PIETRANCOSTA Alain, « La protection des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital après l'ordonnance du 24 juin 2004 », Revue de Droit Bancaire et Financier 2004, p.373 ;

l'amortissement du capital sont également interdites<sup>82</sup>. En revanche, sont autorisées sous réserve de prendre des mesures protégeant les droits des porteurs de valeurs mobilières composées : l'émission de nouveaux titres de capital avec droit préférentiel de souscription réservé aux actionnaires, la distribution de réserves et de prime d'émission ou la modification de répartition des bénéfices par la création d'action de préférence<sup>83</sup>.

Toutefois, une sanction n'apparaît efficace que sa violation est sanctionnée. La loi de sécurité financière a supprimé les sanctions pénales, les sanctions sont désormais purement civiles, elles peuvent recouvrir, par exemple, la forme d'une nullité de l'émission.

Les porteurs de valeurs mobilières composées bénéficient donc d'une protection efficace, qui vient compléter les droits dont ils jouissent.

## **2. Les actionnaires potentiels : titulaires de droits**

Les titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital se voient désormais reconnaître le droit de se constituer en masse, et demander un titre final.

L'organisation des porteurs de valeurs mobilières représentatives de capital présente également une avancée dans leur protection dans le cas où la société émet ou attribue de nouvelles valeurs mobilières représentatives de son capital. L'institution d'une masse était jusque là réservée aux titulaires de titres obligataires. Il fallait donc que le titre primaire soit une obligation. Ainsi, les titulaires qui ne remplissaient pas cette condition, tels que les porteurs de bons de souscription d'actions ne disposaient pas de représentants pour exercer leur droit et devaient, en conséquence, agir individuellement. Depuis l'ordonnance, tous les titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital sont, pour la défense de leurs intérêts, groupés de plein droit en masse, qui jouit de la personnalité morale<sup>84</sup>. Désormais la nature du titre primaire n'importe plus.

---

<sup>82</sup> C. com., articles L.228-102 et L.228-98 ;

<sup>83</sup> C. com., article L.228-99 ;

<sup>84</sup> C. com., article L.228-103 ;

Les règles de fonctionnement et d'organisation de la masse sont organisées à l'article L.228-103 du Code de commerce, qui dispose qu'elles sont identiques à celles fixées pour les masses d'obligataires aux articles L.228-47 à L.228-64 du Code de commerce. Concernant les règles de majorité, l'article L.228-103 attribue une voix à chaque valeur mobilière donnant accès au capital. L'assemblée statuera à la majorité simple des voix dont disposent les porteurs présents ou représentés.

La question s'est posée de savoir combien de masses devraient être constituées lorsque les valeurs mobilières donnent accès à terme au capital et sont composées de titres détachables et négociables séparément les uns de autres ? Cette question se posait particulièrement pour les titulaires d'OBSA<sup>85</sup>. Combien fallait-il constituer de masse ? La réponse à cette question est aujourd'hui apportée par l'article L.228-103 alinéa 1 est très explicite à ce sujet, et qui précise qu'il y aura autant de masses différentes que d'éléments dissociables et négociables séparément dans le titre originaire. Donc désormais en cas d'émission d'OBSA, trois masses seront donc constituées : une pour les titulaires d'OBSA qui n'ont pas encore détaché les bons, une seconde pour les porteurs de bons de souscription détachés des obligations, et enfin la troisième représentant les porteurs d'obligations dont les bons ont été détachés.

En outre, les porteurs bénéficient d'un droit de communication des documents sociaux transmis ou mis à la disposition des actionnaires, ce droit s'exercer auprès de la société émettrice des titres<sup>86</sup>.

Le titulaire de valeurs mobilières, puisqu'il se trouve bénéficiaire d'une promesse unilatérale de souscription, est donc en droit de demander la création du titre attaché à la valeur primaire lors de sa levée de l'option.

La nature du titre est clairement définie dans le contrat d'émission. L'émetteur dispose d'un choix, il peut soit remettre des actions nouvelles à créer, soit remettre des actions existantes autodétenues. La société devra donc décider entre une dilution de capital ou un coût de trésorerie.

---

<sup>85</sup> OHL, Daniel, *Droit des sociétés cotées*, op. cit., n°329 ;

<sup>86</sup> C. com., article L.228-105 ;

Les valeurs mobilières composées sont des instruments diversifiés qui permettent aux sociétés de réaliser des opérations de financement sur mesure. Elles présentent l'avantage de donner à la société la flexibilité nécessaire à la gestion du capital et des affaires sociales. Ainsi, le capital différé apparaît comme un outil d'ingénierie financière optimum.

## **BIBLIOGRAPHIE SELECTIVE**

### **OUVAGES GENERAUX**

LEFEVRE Francis, *Droit des sociétés commerciales*, éd. 2005, p.1100 à 1112;

LE CANNU Paul, *Droit des sociétés*, Montchrestien 2003;

GUYON Yves, *Droit des affaires Tome 1, Droit commercial général et sociétés*, Economica 2003;

AYNES Laurent, *Droit des obligations*, Defrénois 2004 ;

### **OUVRAGES SPECIALISES**

OHL Daniel, *Droit des sociétés cotées*, Litec 2006;

MARINI Pierre, *La modernisation du droit des sociétés*, La documentation française, 1996;

BERTEL Jean-Pierre et JEANTIN Michel., *Droit de l'ingénierie financière*, Litec 1990;

HOVASSE Henri, *Les augmentations de capital à souscription conditionnelle*, Economica 1988,

Lamy droit du financement 2006;

Lamy droit commercial 2005;

### **REVUES SPECIALISEES**

Comité juridique de l'ANSA:

- 7/11/05 n°05-049, VM donnant accès au capital: modalités d'ajustement en cas d'opérations financières;
- 6/07/05 n°05-043, Emission d'action de préférence: protection des droit des porteurs de VM donnant accès au capital;
- 1/06/05 n°05-041, VM donnant accès au capital avant l'ordonnance du 24 juin 2004: interprétation du contrat d'émission;
- 11/05/05 n°05-033, VM complexes: portée de la clause prévoyant que les VM t titres de capital ou de créance auxquels ils donnent droits ne peuvent être cédés qu'ensemble;

- 9/03/05 n°05-017, Fusion de VM donnant accès au capital dont le titre primaire est une obligation;
- 9/02/05 n°05-010, Autorisation d'émettre des VM donnant accès au capital: mention d'un plafond d'emprunt lorsque le titre primaire est une obligation;
- 21/10/04 n°04-072, Protection des porteurs de VM donnant accès au capital: contenu du contrat d'émission;
- 6/10/04 n°04-064, Emission de VM donnant accès au capital ou donnant droit à titre de créance: règle de compétence de l'âge;
- 5/05/04 n°04-045, Océanes: quel régime juridique et quelle protection des droits des porteurs;

ANSA 2004- III n°04-058, Présentation sommaire de la réforme des VM émises par les sociétés commerciales;

## **THESE**

OUANES, Ilhem, "le régime juridique des valeurs mobilières composées", Paris I, 1998;

## **MEMOIRE**

FIKRI, Mohamed, "Augmentation de capital différé: aspects stratégiques et financiers", Bordeaux I, 1994;

## **COLLOQUE**

« Quel avenir pour le capital social ? », Colloque de Paris I sous la direction de A. Couret et H. Le Nabasque, Dalloz 2004 ;

## **DOCTRINE**

BAJ, Claude, "Utilité des procédés de capital différé", Revue de jurisprudence commerciale, numéro spécial, 1990, p.155;

BONNEAU, Thierry, "La diversification des VM: ses implications en droit des sociétés", RTD com octobre-décembre 1988, p.535;

CARAMALLI Delphine et CARFRITZ Eric, « Le mythe du capital social, le bien fondé d'une réforme », Banque et Droit n°94, mars-avril 2004, p.3 ;

COURET, Alain, "Les droits des porteurs de titres de capital différé", Petites Affiches 4 mai 2001, n°89, p.13;

COURET, Alain, "L'accès des PME aux innovations financières", Bulletin Joly- octobre 1998, §320, p.1022;

COURET Alain, PELTIER Frédéric .et J.-L. GUILLOT, « Les emprunts obligataires donnant droit à des actions », Droit des sociétés – actes pratiques, 1993, p.2 ;

DESCLEVES Arnaud, MOUGEL Julien, "Obligations complexes: les nouveaux mécanismes d'accès au capital de l'émetteur ou des sociétés du groupe", Banque et droit n°67, septembre - octobre 1999, p.13;

DRUMMOND France, "un nouveau principe: la liberté d'émettre toutes valeurs mobilières", Revue de Droit Bancaire et Financier, n°5, 2004, p.361;

FAVERO Marc, « Pour une réforme ambitieuse des instruments financiers », Actes pratiques-Sociétés, janvier-février 2004, p.3 ;

GERMAIN Michel, "La création et la disparition des actions de préférence", Revue de Droit Bancaire et Financier, n°5, 2004, p.367;

GRELON, Bernard, "le nouveau droit commun des valeurs mobilières donnant accès au capital", Revue des sociétés 2004, n°3, p.579;

GUENGANT André, DAVODET Dominique, ENGEL Philippe, De VENDEUIL Sylvie, Le PAVEC Stéphanie, "VM donnant accès au capital après l'ordonnance du 24 juin 2004", JCP E n°30, 28 juillet 2005, p.1262;

HOVASSE, Henri, "La diversification des valeurs mobilières émises par les sociétés", Droit des sociétés 2000, commentaire n°181, p.26;

Le BARS, Benoît, "Règles communes aux augmentations de capital", Petites Affiches 22 septembre 2005, n°189, p.8;

Le BARS, Benoît, "Le volume des augmentations de capital", Revue des sociétés n°3/2004, p.531;

LE CANNU Paul, "Ordonnance portant réforme des valeurs mobilières" RTD Com 2004, p.761;

LE NABASQUE, Hervé, "Les droits de conversion attachés aux obligations convertibles en actions peuvent-ils être exercés après une réduction de capital à zéro?", Droit des sociétés. Actes pratiques, octobre 1997, p.24;

LEPLAT, Frédéric, "Les valeurs mobilières composées", Petites Affiches, 22 septembre 2005, n°189, p.66;

PIETRANCOSTA Alain, « La protection des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital après l'ordonnance du 24 juin 2004 », RDBF 2004, p.373 ;

PRIEUR, Jean, "Les PME et le capital risque", Bulletin Joly- octobre 1998, §321, p.1033;

PRIEUR, Jean, "Titres complexes et capitaux propres des sociétés non cotées", Droit des sociétés. Actes pratiques, Janvier -Février 1997; p.2;

VIANDIER Alain, « Défenses en cours d'offres : Les règles de compétences des organes sociaux après le loi du 31 mars 2006 », RJDA 2006, n°5, p.435 ;

## **JURISPRUDENCE**

CA Paris 10 décembre 2002, Juris-Data n°2002-196945, Droit des sociétés, mars 2003, p.24;

Cass. com., 27 février 2001, SCA Lagardère c/ SA Arbitrage, DOM, Jean-Philippe, "La protection des titulaires de bons de souscription d'actions admises sur un marché réglementé", Revue des sociétés avril- juin 2001, p.361;

CA Paris 2 novembre 1989, Revue des sociétés 1990, p. 39, note P. Le Cannu

Rouen 21 juin 1957, Dalloz 1957, p.268 ;

Trib. Com. Lyon 28 février 1944, Journal des sociétés 1945, p.115 ;

## **SITE INTERNET**

<http://Annales.com/gc/1998/gc06-98/56-70.pdf>