

SIMONEAU Florian

*UNIVERSITE PARIS II
PANTHEON – ASSAS*

LES PACTES D'ACTIONNAIRES:
**ETUDE DES CLAUSES D'EXCLUSION
DANS LES PACTES D'INVESTISSEURS
EN CAPITAL RISQUE**

Sous la direction de M. le Professeur GERMAIN

– DESS Droit des Affaires – DJCE

Mai 2005

SOMMAIRE

Introduction

Partie 1. Analyse des clauses d'exclusion dans les pactes d'investisseurs

Section 1. « L'exclusion sanction » : la clause de good bad leaver

Section 2. « L'exclusion cession » : les clauses de Drag Along et de liquidité

Partie 2. Efficacité et limites des clauses d'exclusion dans les pactes d'investisseurs

Section 1. Une exécution source de difficultés

Section 2. Solutions alternatives ?

Introduction

Problématique générale.

Cette étude a pour objet, à travers l'analyse de pactes d'investisseurs¹ en capital risque, de commenter des clauses qui confinent, de façon plus ou moins déguisée, à exclure certains actionnaires de la société. Ces clauses, qui empruntent aux techniques du droit des obligations, permettent à l'investisseur de sécuriser les conditions de développement de l'entreprise et sa sortie à terme du capital. Une analyse pratique nous conduira à un examen détaillé de clauses types, avec pour objectif de les qualifier, de les apprécier tant dans leur validité que dans leur efficacité et de tenter de discerner si notre droit des sociétés peut apporter à ces problèmes d'investisseurs des solutions satisfaisantes.

Les praticiens ont trouvé dans les mécanismes contractuels des techniques adaptées aux besoins de l'entreprise et plus flexibles quant à l'organisation et au fonctionnement des sociétés. Certains y voient le moyen d'échapper à une « réglementation rigide et pointilleuse »².

Les pactes d'actionnaires, régis par l'article 1134 du Code civil et caractérisés par le principe de la liberté contractuelle, ont constitué un instrument privilégié pour organiser au sein d'une société les relations entre tout ou partie des actionnaires. Ainsi, les investisseurs français en capital risque, s'inscrivant dans le sillage des anglo-saxons qui depuis le 18^{ème} siècle concluaient des « shareholder's agreements » ont largement employé ces dernières années ces outils contractuels propices au renforcement de leur position de minoritaires.³ La volonté des associés

¹ Le pacte n'est pas le fruit de la seule volonté de l'investisseur. Il ne correspond pas à une sorte de « contrat d'adhésion » puisque il est conclu après d'âpres négociations. Cependant, dans un esprit de simplification, nous résumerons ce pacte d'actionnaires, conclu entre les investisseurs, les fondateurs et les petits actionnaires à l'expression « pacte d'investisseurs ».

² F.D Poitral, «La révolution contractuelle du Droit des Sociétés, dynamiques et paradoxes », Revue Banque Ed., 2003.

³ En effet, les investisseurs n'ont généralement pas vocation à devenir majoritaires de la société. Dans les pactes étudiés, leur participation (cumulée) oscille généralement entre 40 et 49%. Néanmoins, ces dernières années ont vu le développement où les investisseurs deviennent majoritaires, le plus souvent à terme. Ce phénomène devrait s'amplifier. Il apparaît en effet que dès le second ou troisième tour de table, la participation cumulée des investisseurs est devenue très largement majoritaire.

peut d'ailleurs, selon la Cour de cassation, « organiser toute solution qui n'est pas contraire à une règle d'ordre public, à une stipulation impérative des statuts ou à l'intérêt social ».⁴

Ce fort développement des pactes s'inscrit plus globalement dans une perspective d'évolution du capitalisme français. L'actionnariat familial a peu à peu mué en actionnariat d'intérêt, au terme duquel l'actionnaire n'investit pas en raison de ses relations avec le fondateur, mais parce qu'il souhaite réaliser une plus value de cession. Ces financiers, « délaissant » les simples statuts, se sont donc mis à organiser leurs relations avec les dirigeants fondateurs, profitant de surcroît d'une attitude bienveillante du législateur vis à vis de la liberté contractuelle en droit des sociétés. Par conséquent, au moyen d'un ensemble de clauses s'articulant les unes avec les autres, les investisseurs en capital risque, mêmes minoritaires, sont parvenus à sécuriser leurs apports et prendre plus activement part aux décisions de la société.

Mais qui sont ces financiers, « capital risqueurs » ?

Le plus souvent, les investisseurs financiers français sont organisés soit en sociétés de capital risque⁵, soit en sociétés de gestion de portefeuille, agréées par l'Autorité des Marchés Financiers. Ces dernières sociétés gèrent des véhicules de financement qui sont des Organismes de Placement Collectifs, du type Fonds Commun de Placement à Risques et Fonds Commun de Placement dans l'Innovation.⁶ Les FCPR allégés sont réservés aux « investisseurs qualifiés » qui sont des investisseurs institutionnels, tels que les Compagnies d'assurance, les banques... Pour mémoire, les produits de cession et de placement y bénéficient d'une fiscalité privilégiée. Les FCPR agréés peuvent quant à eux être offerts au public.

Comme tous les Fonds Commun de Placement⁷, ils ne disposent pas de la personnalité morale mais ont la nature d'une copropriété d'instruments financiers et de dépôts. Ces parts de copropriété constituent des valeurs mobilières. Ces FCP, selon leur nature, ont des obligations d'investir dans certains secteurs, certains titres... Ils ne sont constitués que pour une durée limitée au terme de laquelle ils doivent être liquidés. Cette liquidation prend la forme d'une répartition des actifs du FCPR, ces actifs représentant soit des titres en portefeuille, soit des espèces. Les porteurs de parts souhaitent recevoir des espèces, le fonds devant donc être entièrement liquide à son expiration, ce qui suppose que tous les titres du portefeuille aient été vendus. D'où la nécessité pour la société de ne réaliser que des investissements à durée limitée.

⁴ Cass. Com., Bull. Joly Sociétés 2004, p544, note P. Le Cannu.

⁵ SCR.

⁶ FCPR et FCPI, qui sont donc des OPCVM.

⁷ FCP.

Cependant, ce type d'organisation n'est pas exclusif et les investisseurs peuvent adopter des profils très différents.⁸

En quoi consiste plus précisément ce métier du capital risque ?

Le capital investissement consiste en une prise de participation au capital, dans des entreprises généralement non cotées, qui n'ont donc pas accès directement aux marchés financiers, pour financer leur démarrage, leur survie ou leur changement de mains. Le capital risque intervient, à l'intérieur de cette classe d'actif, aux premières phases de développement de l'entreprise. L'objectif avéré de l'investisseur sera alors d'accompagner financièrement la croissance de ces sociétés jusqu'à ce qu'il puisse réaliser une plus value conséquente en cédant ses actions.

Chronologiquement, l'investisseur sera tout d'abord sollicité par un porteur de projet et son équipe sur la base d'un « Business Plan », destiné à présenter les perspectives de développement de l'activité de la société. Il rencontrera alors celui-ci, afin d'obtenir le maximum d'informations sur la société, ses ambitions. L'investisseur, « séduit » par l'entreprise mais aussi par ses fondateurs, adressera alors une lettre d'intention à l'entrepreneur, faisant ainsi part de son intérêt pour le projet, lettre qui sera contresignée par son destinataire. L'investisseur a déjà bien étudié le projet, et a déterminé si celui-ci répond à ses critères d'investissements.⁹ Cette lettre constitue en quelque sorte une proposition d'intervention au(x) fondateur(s). Bien qu'elle ne lie pas les parties de façon formelle, elle rendra la rupture des négociations par l'une ou l'autre des parties délicate. Mais elle n'engage pas véritablement car est habituellement conclue sous réserve de la réalisation de la satisfaction des investisseurs à l'issue des audits...Le mode d'entrée en relation apparaîtra déterminant pour la rédaction future du pacte, celui-ci retranscrivant tout simplement les engagements initiaux des fondateurs.

L'étape suivante consistera d'ailleurs dans l'établissement de ce pacte d'actionnaires, véritable « contrat de mariage » à durée déterminée entre les investisseurs, les fondateurs et les petits actionnaires¹⁰ déjà présents dans la société. Parallèlement, les fondateurs dirigeants fourniront généralement aux investisseurs une garantie de passif et d'actif. Enfin, un protocole d'investissement, engagement ferme destiné à décrire toutes les opérations qui s'ensuivront sera

⁸ « Limited partnerships », Société unipersonnelle d'investissement à risque.

⁹ Ce sont principalement la qualité de l'équipe de direction, la crédibilité, l'intensité technologique du projet mais aussi le stade de développement de l'entreprise qui vont déterminer la décision d'investir. Ces critères sont bien sûr variables selon les secteurs d'intervention de la société investissant.

¹⁰ A retenir : trois groupes d'actionnaires sont ainsi présents dans les pactes d'investisseurs.

aussi signé. Il prévoira que les investisseurs entreront dans le capital de la société par le biais d'une augmentation de capital réservée. Généralement, ils souscriront leurs actions à un prix d'émission comprenant une valeur nominale faible voire symbolique, mais seront tenus de verser une prime d'émission conséquente, ceci afin de ne pas « noyer » le capital existant. Le montant de la prime est déterminé pour assurer le respect de la répartition du capital convenue. De plus, des BSPCE¹¹, stocks options, options d'achat seront la plupart du temps octroyés aux fondateurs leur permettant, de se reluer au capital en cas de bonne performance. En fait ils sont généralement exercés le jour de la cession globale de l'entreprise. Par la suite, en fonction des besoins propres de la société tels que les besoins de trésorerie, des « tours de table » successifs auront lieu (tous les 3, 4ans), au besoin et c'est fréquemment le cas avec de nouveaux investisseurs. Le pacte d'actionnaires sera donc ultérieurement voué à être amendé, permettant cette entrée au capital des nouveaux arrivants.

Investisseurs et fondateurs ont certes des intérêts antagonistes au départ : les premiers souhaitent investir au plus bas prix possible afin de réaliser une plus value conséquente, tandis que les second sont désireux de conserver la majorité du capital et donc de valoriser leur société au prix le plus haut possible. Mais il reste que, une fois accordés sur la valeur, ils doivent avoir le même projet commun, à savoir sortir de la société, au bon moment¹², à la plus haute valeur. Le pacte va ainsi contribuer à aménager la tranche de vie qu'ils ont à partager ensemble.

Comment justifier la rédaction d'un pacte ?

Le pacte d'actionnaires se caractérise tout d'abord par sa souplesse. La validité de certaines clauses statutaires étant discutée, elles sont venues s'insérer dans les pactes.

Le pacte a l'avantage de ne pas être publié, sauf dans les sociétés cotées, et présente donc des garanties de confidentialité. Ceci reste attrayant pour des investisseurs qui apparaissent soucieux de préserver la structure de leur investissement. De plus, il peut ne pas concerner tous les actionnaires, à la différence des statuts.

Enfin, les investisseurs, minoritaires par hypothèse et ne disposant pas toujours des 33% du capital de la société leur permettant de s'opposer à des modifications statutaires, trouvent dans les pactes plus de mécanismes susceptibles de renforcer leurs droits, d'autant plus que ces droits ne pourront être modifiés que par un avenant exigeant l'accord de l'unanimité des contractants, le pacte étant régi par l'article 1134 du Code Civil.

¹¹ Bons de Souscription de parts de créateur d'entreprise.

¹² Ce « bon moment » est généralement convenu d'avance en fonction du Business plan.

Certes, la sanction d'une violation d'un pacte sera moins efficace que ne l'est celle d'une clause statutaire. Mais le pacte, plus qu'un instrument d'exécution, constituera le plus souvent un moyen de négociation. Enfin, l'opposabilité aux tiers sera assurée dans une plus faible mesure que celle des statuts.

Comment se structure un pacte d'investisseurs ?

Ces dernières années, les investisseurs ont pris l'habitude d'insérer au début de leurs pactes une clause de philosophie¹³, visant à rappeler les facteurs ayant déterminé leur investissement.¹⁴ Cette clause renforce bien l'idée d'un pacte qui, loin de constituer une accumulation de clauses disparates et autonomes les unes des autres, tend plutôt à réaliser une espèce de synergie entre ces clauses, afin de promouvoir un équilibre global entre les parties. Nous garderons bien cette idée à l'esprit tout au long des développements qui suivront.

Plus généralement, une typologie des plus basiques s'impose. Ainsi, sont distinguées les clauses relatives au pouvoir, visant à un certain contrôle de la gestion de la société, des clauses relatives au capital, dites clauses d'actionariat et de sortie. Une troisième catégorie de clauses, plus générale, s'attache à poser les principes de « gestion » du pacte. Ainsi, y sont contenues la durée du pacte, qui est généralement de dix ans à compter de la signature, les obligations imposées aux parties de garder confidentiel le contenu du pacte, la loi applicable... La clause de sortie pactée apparaît également relative à la gestion du pacte. Elle impose, lors de la cession de parts à un tiers, que le cédant s'assure de l'adhésion du cessionnaire au pacte.

L'investisseur devient actionnaire pour une durée limitée, variant de trois à sept ans. Il ne souhaite généralement pas contrôler la société, y exercer le pouvoir, mais s'aménagera le plus souvent des mécanismes de contrôle de ce pouvoir. Ces clauses de « contrôle » du pouvoir recouvrent l'ensemble des clauses relatives à la direction de la société. Elles varieront selon le mode d'organisation de la société, société à conseil d'administration ou à directoire et Conseil de Surveillance¹⁵. La première forme, la plus usitée par les investisseurs, leur permet d'exercer un véritable contrôle sur la gestion de la société. Ainsi, des clauses de nomination d'administrateurs

¹³ ANNEXE I.

¹⁴ A titre d'exemple, les investisseurs rappellent que « la présence active et effective des fondateurs au sein de la société, le caractère temporaire de leur participation et dans le capital de la société et la volonté des fondateurs de leur offrir une faculté de sortie, dans les 4 ans... » constituent des facteurs importants de leur décision d'investir dans le capital de la société.

¹⁵ En effet, les sociétés dans lesquelles les investisseurs prennent part sont presque exclusivement des SA, ou deviendront des SA suite à l'investissement.

(les investisseurs disposeront parfois de deux, voire trois sièges sur cinq !), d'information, de consultation et même d'autorisation préalables à certaines décisions de gestion se trouveront présentes dans le pacte. Les risques de responsabilité liées à l'implication dans la direction de la société ont un temps convaincu les investisseurs, suite à l'affaire Nasa Electronique¹⁶, à opter pour la seconde forme d'organisation des sociétés anonymes.¹⁷ Ceux-ci, alors présents au Conseil de Surveillance, se détournaient du risque lié à la responsabilité, sauf gestion de fait¹⁸, mais le contrôle réel sur la gestion de la société s'avérait beaucoup plus délicat.

La seconde classification de clauses vise à s'assurer une maîtrise de la géographie du capital. Tout d'abord, afin de contrôler la composition et l'évolution de la répartition du capital, des clauses de préemption sont systématiquement insérées dans les pactes d'investisseurs. Elles confèrent aux parties des droits de préemption réciproques, qui s'exerceront par ordres de priorité selon l'appartenance du cédant à tel groupe d'actionnaires, en cas de cession de ses actions à un tiers, voire même à une autre partie selon les pactes. Des clauses visant à éviter la dilution des parties aux pactes et à leur garantir le maintien de leur quote-part de participation au capital de la société apparaissent également récurrentes, et permettront par exemple aux parties de bénéficier d'un droit de priorité de souscription de toutes valeurs mobilières à émettre par la société. Ces clauses peuvent être consenties au profit de toutes les parties au pacte, mais le sont plus généralement au bénéfice des seuls investisseurs, qui souhaitent ainsi organiser les conditions de leur participation aux tours de table successifs. Dans ce cas, il est fréquent que les fondateurs se portent fort de ce que, en cas d'augmentation de capital, chaque investisseur soit mis en mesure d'y souscrire, ou de souscrire à une augmentation de capital qui lui serait réservée, aux mêmes conditions. Une clause de ratchet profitera fréquemment à l'investisseur, permettant à celui-ci de se ménager « la possibilité de réviser à la hausse son niveau de participation, dès lors que son investissement initial s'avère avoir été réalisé sur la base d'une valorisation trop importante ».¹⁹ En pratique, le ratchet se traduira par l'exercice de bons de souscription d'actions. Certaines clauses visent également à permettre à l'investisseur de retrouver sa mise de départ. Ainsi en est-il des clauses qui aménagent une répartition préférentielle en sa faveur du prix de la cession ou de la fusion.

16 CA Paris 4 fév. 1992, Bull. Joly 1992, p. 277, § 82, note A. Couret ; Com. 3 janv. 1995, Bull. Joly 1995, p. 266, § 84, note A. Couret et Laroche - sur le dernier état de cette affaire, V. Com. 30 oct. 2000, Bull. Joly 2001, p. 27, §5, note J. J Daigre.

¹⁷ En fait, les risques seront sensiblement différents selon que la société est in bonis ou fait l'objet d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire.

¹⁸ Cass.com.23 novembre 1999, RJDA 2000, n°270, p227.

¹⁹ R.Routier « Les clauses de ratchet en droit des sociétés », Bull. Joly septembre 2002, p859

Les clauses de sortie constituent un élément classique des pactes d'investisseurs. Un droit de sortie conjointe sera généralement accordé à toutes les parties, leur permettant de céder leurs actions en même temps qu'un autre cédant, et ce aux mêmes conditions et au même cessionnaire. Ce droit s'exerce généralement en cas de cession d'un actionnaire à un tiers, concurrent ou industriel, ou venant à détenir un certain pourcentage de la société (33%, 50%) et lorsque le droit de préemption n'a pas été exercé pour la totalité des titres cédés. Le droit de cession conjointe peut être total, voire proportionnel. Le cédant, la plupart du temps, se porte fort de l'acquisition par le cessionnaire des actions de ses coactionnaires désireux de vendre. De nombreuses variantes de ce droit sont envisageables.

Surtout, les clauses de sortie forcée apparaissent relativement importantes dans ces pactes d'investisseurs, et reflètent des réalités parfois différentes. A l'époque de la Bulle Internet la sortie idéale pour un investisseur passait par une introduction en Bourse de la société dans laquelle il a investi, véritable « ruée vers l'or » pour lui. Aujourd'hui, il s'attachera plutôt à revendre des titres qu'il a acquis pour un prix de minoritaire, à un prix de majoritaire, à un industriel qui prendra le contrôle total de la société. Bien évidemment, pour qu'un tel objectif se réalise, l'investisseur doit s'assurer que les dirigeants fondateurs et les autres actionnaires ont le même projet que lui, à savoir **développer suffisamment l'entreprise afin de pouvoir réaliser une plus value de cession importante**. Toute la problématique de notre étude se trouve d'une certaine façon résumée dans cette phrase. En effet, pour s'assurer du développement de l'entreprise, l'investisseur va faire en sorte que les fondateurs dirigeants sur lesquels il a misé restent une durée suffisante dans l'entreprise. A cette fin, des clauses soumettront dans le pacte à la réalisation de certains événements la cession forcée des actions des dirigeants, soit une exclusion de la société. Ces clauses visent donc à instaurer une certaine pérennité de l'équipe de direction. L'exclusion semble ici s'apparenter à une sanction. La pratique a pris l'habitude de baptiser ces stipulations « clauses de good et bad leaver ».²⁰

Ensuite, afin de céder ses titres à un prix de majoritaire, l'investisseur s'assurera que tous les actionnaires de la société soient d'accord pour céder leurs actions si une offre intéressante sur l'ensemble des titres de la société se présentait et qu'un certain nombre d'investisseurs ou d'actionnaires se trouvaient intéressés, le cas échéant en prévoyant des mécanismes de cession forcée des titres. Cette clause est généralement appelée clause de « Drag Along »²¹. Dans le même esprit, si la société n'a pas été cédée au bout d'un certain temps, des clauses permettant aux

²⁰ Le « bon partant » et le « mauvais partant ».

²¹ « Entraîner à contrecœur »

investisseurs d'obtenir la liquidité de leurs titres aboutiront, plus ou moins directement, à l'exclusion de certains actionnaires de la société. Ainsi en est il des clauses dites de « mandat de cession » et de « buy or sell »²², qui constituent toutes deux des clauses de liquidité. L'exclusion semble ici se faire en vue de la cession des titres de la société.

Mais peut on librement exclure des actionnaires de la société ?

La question est classique. L'exclusion d'un associé a parfois été organisée par le législateur lui-même. Ainsi, toute société autorisée à insérer une clause de variabilité du capital²³ est autorisée à insérer une clause d'exclusion dans ses statuts.²⁴ Il en est de même pour toute société par actions simplifiées. Un certain nombre d'autres cas sont expressément prévus par le législateur, notamment en cas de manquement de l'actionnaire à l'obligation de libérer ses actions.

Il serait possible d'en déduire, qu'en dehors de ces cas, les clauses d'exclusion seraient nulles. D'autant plus que ces clauses semblent se heurter à certains droits fondamentaux. En effet, le droit des sociétés reconnaît à l'actionnaire le droit de faire partie de la société, et donc de demeurer membre du groupement et consacre également le principe de l'égalité entre associés. Enfin, la force du droit de propriété est prévue à l'article 545 du Code Civil²⁵ et est considérée comme inviolable dans le cadre des Sociétés Anonymes.

Cependant, il apparaît clairement que tous ces arguments apparaissent de nature à prohiber l'exclusion judiciaire, mais non à empêcher l'exclusion conventionnelle. En effet, si nul ne peut être contraint de céder sa propriété, chacun peut y consentir. La remarque est transposable concernant le droit de faire partie de la société. « Il faut admettre que ce que la loi a fait, le contrat peut le faire, sauf s'il heurte une règle d'ordre public. Or, même en cherchant bien, aucune disposition d'ordre public n'interdit l'exclusion. »²⁶

Il semble d'ailleurs que la jurisprudence a conforté cette analyse. Ainsi, elle refuse le pouvoir au juge de prononcer l'exclusion judiciaire d'un associé hormis les cas prévus par la loi.²⁷ Surtout, la doctrine semble quasi unanime pour estimer que l'arrêt *Midi Libre* a reconnu en 1994 la validité des clauses statutaires d'exclusion.²⁸ De plus, quelle que soit la vue que l'on

²² « Achetez ou vendez ! »

²³ Toute société à l'exception des sociétés anonymes : loi du 30 décembre 1981, art 32.

²⁴ Loi du 24 juillet 1867, art 52.

²⁵ « Nul ne peut être contraint de céder sa propriété, si ce n'est pour cause d'utilité publique, et moyennant une juste et préalable indemnité. »

²⁶ H. Le Nabasque, Dunand et Elsen « Les clauses de sortie dans les pactes d'actionnaires, Actes pratiques, octobre 1992, p2.

²⁷ Cass.com, 12 mars 1996, Bull. Joly 1996, p584 ; JCP 1996, ed. E, II, note Y.Paclot.

²⁸ Cass.com, 13 décembre 1994, Bull. Joly 1995, p152 ; JCP 1995, éd. E, n°705 ; RJDA mars 1995, p200 et 238.

puisse avoir de la société, institution ou contrat, l'exclusion apparaît possible. En effet, en tant qu'organisme institutionnel caractérisé par une prédominance absolue de l'intérêt collectif, devant les intérêts individuels le composant, l'exclusion, rupture d'égalité entre les associés est nécessaire car conforme à l'intérêt social. Dans une perspective contractuelle de la société, on ne peut interdire dans le pacte social un accord de tous les associés sur des mesures de sauvegarde de l'intérêt collectif, le contrat de société étant par nature un contrat collectif, l'article 1833 du Code Civil le subordonnant à l'intérêt de tous les associés. Comme tout contrat, il doit avoir un objet certain en vertu de l'article 1108 du Code Civil, et cet objet n'est illicite que si ses clauses sont contraires à l'ordre public, lequel prohibe le fait d'être soumis à la décision arbitraire de son cocontractant. Or tel n'est pas le cas si l'exclusion est prévue dans les statuts et que les conditions de sa mise en jeu sont déterminées ou déterminables.²⁹

Une telle clause statutaire paraissant valide, **pourquoi ne pas l'avoir insérée dans les statuts ?**

Comme il a été dit plus haut, les statuts peuvent être source d'inconvénients par rapport au pacte. Mais ils peuvent aussi permettre une plus grande efficacité. Le problème majeur réside dans le fait que l'exclusion statutaire semble être soumise à un régime juridique contraignant, assurément lorsqu'elle est prise à titre de sanction.³⁰

La clause doit être incluse dans les statuts d'origine de la société et, lorsqu'elle est insérée en cours de vie sociale, il semble que l'assemblée générale doive se prononcer à l'unanimité. En effet cette unanimité peut résulter d'un double fondement. D'une part, pour contredire le droit de l'actionnaire de faire partie de la société, il semble que celui-ci doit y avoir personnellement renoncé. De plus, on peut arguer que l'insertion de cette clause dans les statuts constitue une augmentation des engagements des actionnaires, auquel cas l'assemblée générale extraordinaire doit se prononcer à l'unanimité. Il résulte en effet d'un arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 26 mars 1996 que l'augmentation des engagements des associés peut ne pas résulter uniquement d'une aggravation de la dette. Quoi qu'il en soit, il semble que l'exclusion statutaire ne soit envisagée que lorsqu'elle est susceptible de toucher l'ensemble des actionnaires, du fait du principe d'égalité entre les associés, ce dont ne peut donc se satisfaire l'investisseur. L'exclusion statutaire présuppose également des motifs objectifs déterminés avec précision. Or

²⁹ Sociétés Commerciales 2005, Ed. Francis Lefebvre, 745.

³⁰ « L'exclusion ne prend naturellement un caractère disciplinaire que si elle est prononcée pour faute. Elle peut en effet frapper aussi un associé, lorsque telle condition objective prévue à l'avance vient à se réaliser : ce type d'exclusion n'est dès lors pas soumis au régime disciplinaire ici évoqué. »

M. Germain, R. Vatinet, « Le pouvoir disciplinaire des personnes morales de droit privé », dans « Mélanges en l'honneur d'Y. Guyon, Aspects actuels du droit des affaires », 2002, p397.

rien ne garantit que les situations d'exclusion envisagées par l'investisseur satisfassent cette exigence.

Enfin, les droits de la défense de l'exclu doivent être assurés et un certain nombre d'auteurs s'accordent à considérer que les titres de l'exclu doivent être indemnisés à la valeur réelle,³¹ l'exclusion pouvant donner droit à la part dans le capital et les réserves. Dans un tel cas de figure, l'investisseur n'aura alors aucun intérêt à insérer une clause d'exclusion statutaire, comme on le verra dans les développements qui suivront. L'exclusion statutaire apparaissant donc inenvisageable pour l'investisseur, le pacte apportera une solution adéquate.

Mais est-il possible d'insérer une clause d'exclusion dans un pacte d'actionnaires ?

Les principes de liberté contractuelle et d'autonomie de la volonté devraient en principe permettre de prévoir l'exclusion d'un associé dans le pacte. Cependant, s'il est évident que le pacte ne doit pas contredire la loi, il ne doit pas non plus contredire les statuts, qui prévalent à son égard. Or, *« la qualité d'associé est née, pour chaque associé signataire, du contrat de société : en conséquence, il est exclu qu'un pacte d'actionnaires, distinct du contrat de société, puisse avoir pour objet de retirer cette qualité à l'un de ses signataires »*.³² L'argument est imparable. De plus, cette analyse semble avalisée par la jurisprudence, le commentaire de la décision avançant même qu'*« il semble acquis aujourd'hui qu'une convention extrastatutaire d'exclusion ne peut jamais ambitionner de se substituer aux statuts pour retirer à l'un de ses signataires sa qualité d'associé. La raison en est simple : cette qualité d'associé est née pour chaque associé signataire, du contrat de société : en conséquence, il est exclu qu'un pacte d'actionnaires, distinct du contrat de société, puisse avoir pour objet de retirer cette qualité à l'un de ses signataires. »*³³

Cependant, ce serait négliger l'extrême diversité de ces clauses d'exclusion que de s'arrêter là. En effet, les clauses d'exclusion insérées dans les pactes ne sont pas des « clauses d'exclusion directes » au sens de la jurisprudence précitée. Elles utilisent les mécanismes contractuels de droit commun pour se « déguiser », la promesse unilatérale de vente constituant d'ailleurs le « déguisement le plus populaire », et aboutir, « indirectement », à une exclusion de l'actionnaire. A ce titre, ces clauses méritent l'analyse (**Partie 1**).

³¹Notamment, J.J. Daigre, « Clauses d'exclusion dans les sociétés anonymes non cotées », Actes pratiques, janvier février 1999, p5. M. Germain, « La société par actions simplifiée », JCP 1994, Ed. E, n°11, p153.

³² H. Le Nabasque, Dunand et Elsen « Les clauses de sortie dans les pactes d'actionnaires, Actes pratiques, octobre 1992, p2.

³³ Cass. Com, 8 février 1982, Bull. Joly 1982, p970. Citée par , J.J. Daigre, « Clauses d'exclusion dans les sociétés anonymes non cotées », Actes pratiques, janvier février 1999

Pour autant, elles posent de sérieux problèmes d'efficacité, et il est possible de se demander si notre droit de sociétés est apte à nous proposer des solutions alternatives au pacte, autres que la clause d'exclusion statutaire évoquée ci-dessus (**Partie 2**).

Nous avons parfois tenté d'esquisser une analyse assez globale de ces promesses car elles s'insèrent dans le cadre d'un pacte. Malgré tout, au vu de l'état du droit positif, une étude autonome de ces promesses a été privilégiée.

PARTIE 1

Analyse des clauses d'exclusion dans les pactes d'investisseurs

« Dans les clubs et les associations, des procédures d'exclusion sont mises en œuvre à l'encontre des membres devenus indésirables. L'Eglise excommunie les fidèles ne se pliant pas à sa doctrine. L'Etat peut lui-même retirer sa nationalité à un citoyen à titre de sanction dans des circonstances exceptionnelles ». ³⁴L'exclusion prend ainsi souvent la forme d'une sanction. Dans le même ordre d'idée, le fondateur, ne respectant pas le projet commun qu'il s'était fixé avec l'investisseur, sera généralement tenu, à titre de sanction, de lui céder ses titres à bas prix, se déliant par là même de sa qualité d'actionnaire. Il apparaît donc bien que derrière ces promesses de vente se cache une forme de l'exclusion sanction. **(Section 1)**

Pour autant, l'actionnaire peut, aux termes du pacte signé avec l'investisseur, être forcé de céder ses titres non pas parce qu'il a violé mais en vue de respecter ce projet commun initial, à savoir une cession de l'ensemble de la société à un prix de majoritaire. L'exclusion se fait ici en vue de la cession et sort donc de la problématique de la sanction. **(Section 2)**

Le fonds commun relatif à ces deux types de clauses se situe dans les techniques adoptées, issues du droit des contrats. Pour autant, peut-on perdre de vue les garde-fous employés en droit des sociétés pour encadrer le régime de l'exclusion ?

³⁴ M. Cozian, A. Viandier, F. Deboissy, « Droit des Sociétés », 15^{ème} éd., 2002, Litec.

Section1 : « L'exclusion sanction » : **la clause de good / bad leaver**

La clause de good bad leaver commentée ci-dessous est reproduite dans son intégralité en ANNEXE II.

Rappel : une clause de philosophie est reproduite en ANNEXE I. NB : Annexes non jointes dans cette version du mémoire.

L'exclusion sanction dans les pactes d'actionnaires concerne exclusivement les fondateurs et vise à réaliser **l'objectif de développement**, de prise de valeur de la société. Est donc sanctionné le non respect du projet commun. L'exclusion sanction en question n'est donc pas tout à fait celle qui suit une faute, un comportement profondément déraisonnable de l'actionnaire, préjudiciable à la société : elle ne prend pas forcément un caractère disciplinaire.

Le fondateur devait développer la société, lui faire prendre de la valeur de par ses connaissances techniques, du projet et de la société. L'investisseur avait misé de l'argent sur cette société, confiant et assuré d'une certaine pérennité de ce fondateur. L'exclusion sanction, sous la forme de la clause de good bad leaver insérée dans le pacte, intervient alors pour constater que les perspectives communes ainsi définies ne sont plus d'actualité, le fondateur n'ayant pas respecté le schéma initial. De façon plus imagée, le fondateur avait promis fidélité à son partenaire investisseur dans le « contrat de mariage » particulier que constitue le pacte. Cette clause vient alors constater le manquement du fondateur à son devoir, tout en aménageant les conséquences de ce « divorce pour faute ».

Qu'est ce qu'un **good/bad leaver** ?

Le good leaver part car un membre de sa famille ou lui même est malade, incapable, décède ou quitte la société après une certaine durée. Le bad leaver par excellence, particulièrement redouté par l'investisseur, est le démissionnaire. Dans ces deux cas, ce n'est donc pas une faute à proprement parler que la cession forcée sanctionne, mais plutôt la non réalisation des objectifs envisagés communément par les parties. Le bad leaver peut aussi être celui qui viole une obligation de non concurrence, d'exclusivité, de non sollicitation, ou commet une faute qui le conduit à être révoqué de son mandat social, licencié... Ici, l'exclusion sanction prend toute sa signification et correspond bien au sens auquel on l'entend généralement.

Chaque fondateur consentira donc, si l'une des conditions évoquées ci-dessus se réalise, une promesse unilatérale de vente aux investisseurs, et parfois aux fondateurs restants, à un prix

qui variera selon la nature de la condition et parfois le moment de la réalisation de cette condition. Ainsi, il pourra être tenu de céder ses actions en cas de levée de l'option selon la procédure envisagée, à la valeur nominale, à la valeur de marché déterminée objectivement, ou pour partie à la valeur de marché et à la valeur nominale, un complément de prix pouvant être dans certaines hypothèses accordé si une cession plus avantageuse de l'ensemble de la société était réalisée peu de temps après l'exécution de la promesse.

Mais pourquoi est-ce **nécessaire d'exclure** ce fondateur ?

Il faut bien garder à l'esprit que plus la société est jeune, plus c'est le fondateur qui en fait sa valeur. Dès lors que ce dernier part, les investisseurs sont en mauvaise posture et ne souhaitent en aucune manière qu'il s'en aille avec 30, 40% de la société voire plus. En effet, il sera alors plus difficile dans ce cas de céder la société. De plus, il apparaîtra souvent nécessaire de récupérer ces titres pour les donner ou les céder à un nouvel entrant. Mais surtout il faut absolument se prémunir contre un fondateur qui mettrait en place une autre société et se servirait ainsi de sa connaissance d'actionnaire, ainsi que de celui qui en sa qualité d'actionnaire pourrait avoir un fort pouvoir de nuisance aux assemblées. L'investisseur ne peut donc pas prendre le risque de laisser une fraction du capital hors de contrôle.

Au-delà des aspects pratiques, il serait sans doute possible d'avoir une **vue plus « sociétaire »**³⁵ de la clause. En effet, fondateurs et investisseurs ont eu la volonté de s'associer, sur un certain pied d'égalité au succès de leur projet commun. Ils ont bien associé leurs forces (les fonds d'un côté, la connaissance, les idées, l'industrie de l'autre) afin de développer suffisamment un projet sociétaire pour au final, en retirer une forte valeur ajoutée. Il serait alors sans doute possible d'y caractériser, dans une vue large des choses, une sorte d'affectio societatis renforcé. L'affectio societatis, composante du contrat de société, correspond d'ailleurs plus à un sentiment qu'à un concept juridique strict et figé. Il ressort de ce concept/sentiment que dès lors que l'affectio societatis s'évapore, la société peut être dissoute par le juge, comme dans le cas de mécontentement entre associés paralysant le fonctionnement de la société. Dans le cas présent, l'investisseur s'est associé avec le fondateur qui lui a vendu son projet, « sa force de travail » pour développer le société. C'est bien le fondateur qui, dans une véritable démarche de vente, est venu chercher l'investisseur pour que celui-ci réalise un apport conséquent. Ce dernier a véritablement parié sur des hommes et le projet qui leur est lié : dès lors, ces « hommes » partant,

³⁵ Au sens de Droit des Sociétés.

cet affectio societatis renforcé est rompu. Le pacte constaterait tout simplement cette rupture en imposant la cession des parts du fondateur sur le départ. Il apparaît donc que se justifie pleinement la clause de good bad leaver qui va donc sanctionner ce départ du fondateur, non forcément fautif au sens strict, par l'exécution de la promesse de vente que ce dernier a consentie dans le pacte. Préalablement à la stipulation d'une telle clause, il faudra bien veiller à ce que la préemption ne joue pas, la promesse n'étant consentie qu'à certains actionnaires, et que le droit de cession conjointe ne puisse être mis en œuvre. En effet, il faut éviter que l'investisseur soit obligé de racheter les actions des autres actionnaires à l'occasion de la cession des actions d'un fondateur. De même, on prendra garde de bien lever l'inaliénabilité stipulée sur les actions des fondateurs.

Cette clause vise donc à permettre à l'investisseur de maîtriser la géographie du capital pendant une certaine période (la promesse est consentie pour trois ans généralement) mais aussi à inciter le fondateur à rester au sein de la société tout en y exerçant ses fonctions convenablement. Plusieurs problèmes se pose au vu d'une telle promesse. Le régime juridique de la promesse unilatérale de vente est-il respecté ? (A) Mais doit-on analyser cette promesse de manière autonome ou l'envisager dans le cadre d'un ensemble plus global ? Est-ce vraiment une promesse ? (B) Une exclusion étant réalisée, le régime de l'exclusion a-t-il vocation à s'appliquer ? (C)

A) Une promesse unilatérale de vente ?

Les parties au pacte semblent donc bien avoir eu l'intention de stipuler une promesse unilatérale de vente sous conditions suspensives, souscrite par les actionnaires fondateurs, et dont les bénéficiaires seraient les investisseurs, et parfois même les fondateurs toujours restants.

Ce type de promesse est classiquement analysé par la doctrine comme une convention par laquelle le promettant, s'engage envers un autre qui l'accepte, à conclure un contrat de vente dont les conditions sont dès à présent déterminées si celui-ci le lui demande dans un certain délai. Le bénéficiaire dispose alors d'une option qui lui laisse dans l'avenir la liberté de donner ou non son consentement à ce contrat de vente futur.³⁶La promesse unilatérale de vente constitue déjà un

³⁶ F. Terré, P. Simler, Y. Lequette, « Les obligations », Dalloz 1999, p174.

contrat supposant un accord de volontés entre les parties et donc soumis aux conditions de l'article 1108 du Code Civil.³⁷ Mais elle est un simple contrat unilatéral, le promettant s'étant seul engagé à accorder une option au bénéficiaire par son consentement actuel et irrévocable à un contrat de vente dont la réalisation dépend de la seule volonté de ce bénéficiaire qui disposerait d'un droit potestatif. La levée de l'option s'effectuera généralement par la constatation par le bénéficiaire de la situation envisagée, et une notification par lettre recommandée avec avis de réception comportant certaines mentions. Les investisseurs devront se soumettre à ces formalités et procédures, car toute levée d'option accomplie sans respecter les formes prescrites est privée d'effet.³⁸ Pour mettre en jeu la promesse, l'investisseur devra constater la réalisation de la condition. Ce qui semble poser le plus de difficultés, tant du point de vue du droit des contrats que du droit des sociétés, reste malgré tout le prix de cette promesse de cession d'actions.

Conditions suspensives

Il est rappelé qu'une condition suspensive, liée à l'incertitude dans l'existence même de l'évènement, suspend la naissance du contrat. La condition doit être un évènement futur et incertain, ni potestatif, ni illicite. Or certaines des conditions stipulées ne sont elles pas potestatives ?

En effet, l'article 1174 du Code Civil annule l'obligation contractée sous la condition potestative de celui qui s'oblige. C'est-à-dire que la condition ne doit pas exclusivement dépendre de la volonté du débiteur. La doctrine distinguait entre les conditions purement potestatives portant sur le consentement lui-même, prohibées (« si je veux »), et les conditions simplement potestatives portant sur un fait dépendant de la volonté, admises (« si je vais à Paris » ou « si je démissionne »). Avec une telle distinction, il est possible d'estimer que les conditions envisagées ne souffrent pas de potestativité. Il semble cependant pour les juges que la condition est potestative non seulement lorsqu'elle porte sur le défaut d'engagement du débiteur mais aussi lorsqu'elle porte sur un évènement en son pouvoir. Les juges recherchent ainsi si le débiteur peut arbitrairement se délier de son obligation. Pour autant, la nullité pour potestativité ayant un caractère d'ordre public³⁹ et paraissant être relative, on ne peut craindre que le fondateur tente de se soustraire à son obligation de céder en invoquant cette nullité. La nullité relative a pour objet la protection de la personne mise à la merci de l'autre partie : seule cette

³⁷ Consentement, capacité objet, cause.

³⁸ Cass. 3^{ème} civ., 7 janvier 1987, Bull. civ. III n°7.

³⁹ Soc. , 9 juillet 1996, Bull. civ. V, n°269.

personne peut s'en prévaloir. La démission ou la violation de l'obligation de non concurrence par exemple semble certes être un évènement soumis à la seule volonté du fondateur. Mais il est difficile d'imaginer un investisseur demandant la nullité de la promesse pour potestativité. Il semble donc que dans nos hypothèses, peu importe que la condition soit potestative et que le créancier investisseur voit son droit de lever l'option soumis à l'arbitraire du débiteur car il souhaite que la condition ne se réalise jamais.

Prix de la promesse

Les parties devront veiller à ce que le nombre de droits sociaux faisant l'objet de la promesse soit déterminé ou déterminable préalablement. Généralement, ce point pose peu de difficultés juridiques, la cession de « l'intégralité de ses titres » étant envisagée par le promettant. Plusieurs problèmes émergent cependant quant à la détermination du prix.

Aux termes de l'article 1591 du Code Civil, le prix auquel la cession interviendra en cas de levée de l'option doit lui aussi être déterminé ou déterminable. Ainsi, est prohibée aux termes d'une jurisprudence constante⁴⁰ la détermination du prix laissée à l'appréciation d'une seule des parties ou subordonnée à la conclusion d'un nouvel accord entre les parties. La clause devra donc mettre en évidence la manière de détermination du prix, sous peine de nullité. Dans l'ensemble des clauses de good bad leaver, le prix est généralement déterminable. En effet, la cession des titres est envisagée à la valeur nominale (exemple : démission), ou pour une partie à la valeur nominale et pour une autre à la valeur de marché, elle-même déterminable (exemple : licenciement pour cause réelle et sérieuse).⁴¹

Une première interrogation émerge alors. Le prix est-il réel et sérieux ? Il faut en effet qu'il soit suffisant pour que l'obligation future du fondateur de remettre la chose à l'investisseur ait une cause. Il semble que le caractère réel et sérieux du prix ne se confonde pas avec la valeur du bien vendu.⁴² Ainsi, la promesse de cession de droits sociaux consentie moyennant un prix qui n'est pas dérisoire mais simplement inférieur à la valeur réelle des titres ne peut en principe pas être annulée à la demande du cédant ou donner lieu à un complément de prix. Une cession à la

⁴⁰ Par exemple, Cass. 3^{ème} Civ., 15 novembre 1968 n°67.10.663, Bull. civ. III N°477. Plus récemment, Cass.com, 16 janvier 2001 n°58FD, Bull. Joly 2001, p391.

⁴¹ Annexe 1, 7.2.2.3.

⁴² Cass. 1^{ère} Civ., 18 novembre 1997, Bouglionne c/ Vanbeen.

valeur nominale ne soulève donc pas véritablement d'objection sur ce fondement. Cependant, certaines clauses, retrouvées dans des pactes plus anciens, prévoyaient qu'un fondateur sur le départ serait tenu soit de céder ses actions pour un euro aux investisseurs, soit d'acquitter une somme forfaitaire généralement élevée. Une cession d'actions au prix d'un euro semble effectivement être réalisée pour un prix inexistant, ce qui entraînera vraisemblablement l'annulation de la cession ou de la promesse. Sans doute, les conseils des investisseurs ont perçu ce risque, ce type de clause n'étant quasiment plus retrouvé aujourd'hui.

Une autre question, plus problématique, se pose du fait de la prohibition énoncée à l'article 1844-1 du Code Civil : « ...la stipulation attribuant à un associé la totalité du profit procuré par la société ou l'exonérant de la totalité des pertes, celle excluant un associé totalement du profit ou mettant à sa charge la totalité des pertes sont réputées non écrites ». Ainsi, le prix prévu dans la promesse ne doit pas être léonin. Il semble donc que si le prix est stipulé pour une partie à la valeur de marché, la prohibition énoncée n'ait pas vocation à jouer. Cependant, qu'en est il lorsque la cession de parts interviendrait pour sa totalité à la valeur nominale, quelque soit le moment de réalisation de la condition, comme pour la démission, la violation de l'obligation de non concurrence, le licenciement pour faute grave...? En effet, le fondateur paraît alors totalement exclu du profit et une telle promesse serait ainsi réputée non écrite, la prohibition énoncée étant d'ordre public. Peut être est il tout de même possible de tempérer cette rapide affirmation, en s'appuyant sur la jurisprudence de la Cour de Cassation. En effet, les promesses de rachat de titres à prix convenu semblent pouvoir exonérer le bénéficiaire de la promesse de la contribution aux pertes et donc tomber sous le coup de l'article 1843-1. De telles promesses sont parfois faites au bénéfice d'une banque, dans le cadre de conventions de portage, ou au bénéfice de bailleurs de fond souhaitant se ménager le remboursement de leur investissement. Pourtant, la chambre commerciale⁴³ a décidé que cet article ne s'appliquait qu'aux conventions relatives à la répartition des bénéfices et des pertes entre associés, soit portant directement atteinte au pacte social. Ainsi, dès lors qu'une convention extrastatutaire, comme une telle promesse de rachat, n'a pour objet que d'assurer, moyennant un prix librement convenu, une transmission de droits sociaux, la prohibition des clauses léonines n'aurait pas matière à s'appliquer, même si ces promesses sont conclues entre associés. Pour ce courant jurisprudentiel, l'article 1844-1 al2 ne vise que le contrat de société. Avançant une motivation sensiblement différente, un arrêt très récent décide que « n'est pas léonine la promesse d'achat qui garantit temporairement le

⁴³ Par exemple, Cass. Com, 12 mars 1996 n°537, RJDA 8-9/96 n°1064.

bénéficiaire contre le risque de dépréciation », la promesse de rachat des titres étant donc valide, dans la mesure où le bénéficiaire ne pouvait la lever qu'à l'expiration d'un certain délai et pendant un temps limité, puisque en dehors de cette période il restait soumis au risque de devoir contribuer aux pertes.⁴⁴

Surtout, il apparaît que cette jurisprudence et particulièrement la Cour d'Appel de Paris a une vue très pragmatique, plus globale des choses. Elle considère la promesse d'achat à prix fixe non véritablement en tant que telle, mais comme s'inscrivant dans un ensemble, dans une opération économique beaucoup plus complexe. Ainsi, elle décide que « ne tombe pas sous la prohibition des clauses léonines la convention par laquelle un groupe d'investisseurs accepte de participer à une opération de financement d'une société anonyme, réalisée par une augmentation de capital réservée à ce groupe en échange de la promesse par les fondateurs de cette société de racheter les titres ainsi acquis... »⁴⁵. Ou encore, « la promesse unilatérale d'achat, qui assure à un bailleur de fonds le remboursement de l'investissement auquel il n'aurait pas consenti sans cet engagement déterminant, a pour objet d'assurer l'équilibre des conventions conclues entre les parties et ne présente pas un caractère léonin »⁴⁶.

Notre hypothèse se situe cependant en sens totalement inverse, la promesse de vente à la valeur nominale consentie à l'investisseur exonérant le fondateur de la participation aux profits. Pour autant, dans les deux cas, l'investisseur peut vouloir sécuriser son investissement en se faisant consentir ces promesses, qui constitueraient toutes deux une sorte de contrepartie de l'augmentation de capital réservée souscrite par lui. La promesse d'achat lui permet de s'assurer le remboursement de son investissement et un rendement minimum dans les débuts de la société. La promesse de vente à la valeur nominale, par son effet dissuasif, évite que le fondateur s'en aille, et donc que la valeur de son investissement se déprécie. Il serait peut être même possible de considérer que ce rachat à la valeur nominale lui permet indirectement de s'assurer pour partie le remboursement d'un investissement qu'il avait consenti en considération de la présence du fondateur à la tête de la société. L'analyse est périlleuse et sans doute critiquable. Mais pourquoi ne pas prendre à la lettre cette jurisprudence et considérer que cette promesse extrastatutaire de vente à la valeur nominale, hors du pacte social, ne fait qu'assurer une simple transmission de droits sociaux, moyennant un prix librement débattu, sans incidence sur la participation aux bénéfices et aux pertes ? Ou, en référence à l'arrêt précité du 22 février 2005, estimer que ces

⁴⁴ Cass. com. , 22 février 2005, n°02-14.392, n°279 FS-P.

⁴⁵ CA Paris, 17 avril 1996, 25^{ème} ch., RJDA 1996 n°1203.

⁴⁶ CA Paris, 21 décembre 2001, 25^{ème} ch. B, Dr. Sociétés 2002 comm., n°44.

promesses de vente « ne garantissent que temporairement le bénéficiaire contre le risque de dépréciation » de son investissement du fait du départ du dirigeant, ce dernier participant bien au profit dès lors que les conditions subordonnant la levée de l'option ne se réalisent pas pendant la période prévue ou se réalisent après cette durée ? Enfin, en prenant en compte la jurisprudence de la Cour d'Appel de Paris suggérer que l'investisseur n'a accepté de participer à cette augmentation de capital réservée qu'en échange d'une telle promesse de vente, qui n'aurait que pour objet d'assurer l'équilibre des conventions conclues entre les parties ? Cette idée d'équilibre est en effet très intéressante dans la perspective envisagée. Car cette promesse réalise effectivement un équilibre des relations entre les parties. L'investisseur souscrit des actions et paye une grosse prime d'émission : dès ce moment, les actions détenues par le fondateur prennent beaucoup de valeur. Il faut éviter qu'il parte et s'assurer qu'il développe l'entreprise. Dès lors, la menace d'un rachat de ses titres à bas prix réalise l'équilibre. Il semble donc bien qu'il faille analyser la promesse dans un ensemble plus large de relations complexes, ce qui pourrait éventuellement lui ôter son caractère léonin.

Cependant, la jurisprudence sur les promesses d'achat à prix plancher n'est pas unanime. La première chambre civile a en effet une conception extensive de 1844-1 et déclare non écrites ces clauses⁴⁷, ce qui laisse planer le spectre d'un possible revirement de jurisprudence de l'une des chambres ou d'une décision de la chambre mixte. Ensuite il semble que ces promesses ont des natures totalement différentes, invitant l'interprète raisonnable à éviter les analogies imprécises et par trop rapides. En effet, la promesse de rachat est consentie à l'investisseur telle une garantie et peut être exercée à tout moment dans le délai d'option, sans qu'il y ait en arrière plan une idée de non exécution des engagements ou de sanction. Alors que la promesse de vente à la valeur nominale se déclenche du fait de la réalisation de certains événements et recèle une idée sous-jacente de sanction.

A-t-on alors véritablement affaire à une promesse de vente ? Ne peut-on pas y voir une clause pénale ? Mais alors, cette clause viendrait sanctionner l'inexécution de quelle obligation ? Une telle qualification peut en effet paraître souhaitable au vu de tous les problèmes de validité soulevés par cette promesse. D'autant plus que la promesse unilatérale de vente soulève également des problèmes sérieux d'efficacité. En effet, l'analyse classique exposée ci-dessus, qui sous-entend que la promesse ne peut être révoquée car le promettant a d'ores et déjà donné son

⁴⁷ Cass. 1^{ère} civ., 7 avril 1987, Rev. Sociétés 1987, p395.

consentement au contrat futur, a été remise en cause par un arrêt rendu par la troisième chambre civile de la Cour de Cassation le 15 septembre 1993 qui décide que le promettant peut rétracter son engagement de vendre tant que l'option n'a pas été levée, le bénéficiaire de la promesse ne pouvant en ce cas prétendre qu'à des dommages et intérêts.⁴⁸

B) Clause pénale ?

Ces promesses ne seraient pas véritablement autonomes, jouant un rôle, une fonction punitive. Il est donc envisagé de requalifier ces promesses de vente pour éventuellement découvrir leur véritable nature, celle de clauses pénales. Ici, ne se pose pas véritablement une question de simulation, mais plutôt de qualification. En effet, il n'existe aucune contre-lettre. Les parties se seraient simplement, volontairement ou non, trompés de qualification. Qualifier, c'est rattacher l'opération à une catégorie juridique afin d'en déduire le régime. Lorsqu'ils procèdent à la qualification du contrat, les juges ne sont aucunement liés par la dénomination que lui ont donnée les parties. Ainsi, la requalification se fera sans difficultés. Cependant, différents problèmes se posent quant à la qualification de clause pénale.

La clause pénale permet aux cocontractants d'évaluer a priori les dommages et intérêts dus par le débiteur en cas d'inexécution d'une obligation. La clause pénale a également un caractère contractuel, souvent comminatoire et prend la forme d'un forfait. Or ici, elle prendrait la forme d'une cession forcée à un prix différent de la valeur réelle. Il semble que ceci ne soulève pas véritablement d'objection. On peut sans doute envisager que le forfait de dommages et intérêts consistera en une cession à un prix différent de la valeur réelle. Ainsi, une telle qualification permettrait sans doute de « chasser » le problème léonin en cas de vente à la valeur nominale : si le fondateur ne participe pas au profit, c'est parce que les dommages et intérêts viendraient consommer ce profit. Par contre, cette condition de forfait de dommages et intérêts empêchera de qualifier la clause prévoyant la cession forcée en cas de démission pour cause de maladie, de pénale, car la cession intervient dans ce cas là à la pleine valeur de marché. Il faudra ici considérer que l'on a affaire à une véritable promesse de vente. Il nous semble que la cession forcée ne peut constituer à elle seule « un forfait de dommages et intérêts ».

⁴⁸ Voir partie 2, section 1, où il sera traité plus longuement de cette question, commune à toutes les clauses de sortie forcée retrouvées dans les pactes d'actionnaires.

L'objection majeure pour qu'il y ait clause pénale réside dans la nécessité d'une obligation, afin que la clause sanctionne une inexécution. Pour ce qui est de la violation de la clause de non concurrence, d'exclusivité..., le problème ne se pose pas : il existe bien une obligation susceptible d'inexécution. Par contre, le licenciement et la révocation pour faute tout comme la démission ne révèlent aucune obligation sous-jacente qui aurait été inexécutée. Peut être pourrait on considérer que la clause serait ici mise en œuvre du fait de la violation d'une obligation plus large souscrite par les fondateurs, sous entendue par le pacte ainsi que les autres documents ayant concouru à la réalisation de l'investissement : celle de rester en fonction dans la société un certain temps, et d'exécuter convenablement ces fonctions. Il serait peut être concevable de stipuler cet engagement dans un langage clair, par exemple dans la clause de philosophie. Ou même, en l'absence de clause, pourquoi ne pas tirer du pacte certaines obligations que son esprit implique ?

Il pourrait être envisagé de voir dans ce pacte un grand contrat innomé, autonome, dont se dégagerait certaines obligations induites des relations entre investisseurs et fondateurs. Rien n'interdit de penser que la jurisprudence ait un jour une vue beaucoup plus globale du pacte, comme elle le fait d'une certaine façon pour les promesses de rachat à prix fixe. Ainsi certaines obligations apparaîtraient clairement dans ce contrat unique : obligation de non concurrence, d'exclusivité. D'autres seraient dégagées par référence à « l'économie du pacte ». La jurisprudence utilise en effet la notion d'économie du contrat pour interpréter, compléter la volonté des parties, dégager la cause, apprécier l'objet.⁴⁹ Ainsi, elle tire de l'économie du contrat la qualification d'une clause, élargit l'article 1135 du Code civil pour déduire de l'économie du contrat une obligation qui n'y est pas exprimée. Peut être serait il ainsi possible d'interpréter chaque clause eu égard à cette économie du pacte. Ainsi, notre clause pénale/promesse sanctionnerait des engagements sous entendus des fondateurs qui avaient déterminé le bailleur de fonds dans son investissement et contribuerait ainsi à réaliser un certain équilibre entre les parties. En tant que clause pénale, elle sanctionnerait l'inexécution d'une obligation issue du pacte, celle pour le fondateur de rester la tête de la société, qui pourrait être dégagée à partir des clauses d'inaliénabilité, de direction, des promesses évoquées, de la clause de philosophie et même de documents extérieurs au pacte tels le protocole d'investissement, le business plan...Le pacte s'analyserait ainsi comme un contrat unique, assorti de diverses obligations dont cette obligation pour les fondateurs de rester dans la société, sanctionnée par cette « promesse clause

⁴⁹ Sur cette notion voir A. Zelcevic-Duhamel, « La notion d'économie du contrat en droit privé », Sem. Jur., Ed. G, n°9, 28 février 2001, I300.

pénale». Cette première analyse du pacte sera envisagée de nouveau dans le cadre de l'étude de la clause de « Drag along ».

Une autre analyse du pacte pourrait être envisageable : le pacte, simple « contrat cadre »⁵⁰, serait constitué d'une multitude de petits contrats liés entre eux dont l'esprit du pacte guiderait l'interprétation. Comme promesse unilatérale de vente, l'esprit du pacte pourrait contribuer à valider ce contrat malgré le caractère léonin de la clause. En tant que telle, la promesse serait consentie à un prix léonin, ce que contredirait l'économie du pacte qui verrait en ce prix léonin le moyen d'équilibrer les relations entre les parties au pacte... Le pacte apparaîtrait alors une sorte de grand contrat autonome, auquel il faudrait se référer pour interpréter tous les « petits contrats » qui le constituent.

De plus, qu'est ce qui s'opposerait à une obligation de rester dans la société, dégagée de l'esprit du pacte ? Chacun est en principe libre de démissionner. Mais chacun est aussi libre de contracter, pour autant que l'objet de l'obligation ne soit ni immoral, ni illicite. Or, on ne voit pas très bien ce qui serait immoral ou illicite de s'obliger à développer une société et donc d'y rester un certain temps. Cette « obligation » constituait d'ailleurs l'argument de vente principal du fondateur lorsqu'il est allé trouver l'investisseur. Simplement, des obstacles peuvent être existants si le fondateur n'est pas mandataire mais salarié. En effet, l'article L122-42 prévoit l'interdiction des amendes et autres sanctions pécuniaires dans le cadre du contrat de travail. Or, il semble bien que l'interdiction ait vocation à s'appliquer si le fondateur démissionne de son contrat de travail ou est licencié pour faute. Même si dans ce dernier cas il serait susceptible de devoir acquitter des dommages et intérêts, il est interdit de les prévoir à l'avance. La promesse peut alors retrouver tout son intérêt.

Il est donc perceptible que la qualification de clause pénale apparaît difficile, si ce n'est dans une vue un peu utopique des choses que l'on vient d'évoquer. De plus, l'opportunité de recourir à une telle clause peut se discuter, étant donné le pouvoir du juge en vertu de l'article

⁵⁰ Ce pacte serait une sorte de « contrat cadre », non au sens civiliste du terme car les « contrats dits d'exécution » ne viendraient pas véritablement se dissocier de celui-ci et seraient déjà définitivement conclus à l'intérieur même du pacte. Il n'y aura donc pas de multiples contrats d'exécution dans le futur, comme c'est le cas pour le contrat cadre de distribution. En fait, le pacte « contrat cadre » envisagé doit être compris comme un contenant unique auquel différentes pièces, autonomes en elles-mêmes, n'auraient cependant de cohérence que par référence au « contenant ». Pour être encore plus imagé, le pacte serait une espèce de « pièce de théâtre » dont les différents actes, qui peuvent certes être lus de manière autonome, n'auraient de cohérence que par rapport à l'ensemble de la pièce.

1152 du Code Civil de modérer la peine. Le juge pourrait donc augmenter le prix de vente des actions, ce que redoutera l'investisseur.

Ces clauses de la pratique sont donc d'une appréciation relativement délicate. Mais il faudra bien se rappeler qu'elles sont rarement mises en œuvre, mais constitueront plus un outil de négociation adéquat. Face à une telle clause, le fondateur rejoindra la table des négociations, par peur de voir son travail de deux, trois ans résumé à une simple valeur nominale...D'autant plus qu'un dernier problème, toujours plus délicat (!), se pose. Que la clause soit considérée comme une promesse de vente ou plus hypothétiquement comme une clause pénale, il ne faudrait pas qu'elle soit un moyen d'échapper au régime que l'on attache à l'exclusion d'un actionnaire en droit des sociétés comme il a été évoqué en introduction, ce qui pourrait poser un certain nombre de cas de conscience à l'investisseur. D'où la possible nécessité de prévoir une ébauche de droits de la défense : la clause commentée prévoit ainsi la possibilité de contester la nature du manquement...

C) Régime de l'exclusion ?

Il est possible de penser que ce régime n'a pas ici vocation à s'appliquer, et ce pour une raison simple. Il a déjà été avancé que la jurisprudence semble dire qu'un pacte d'actionnaires ne peut directement prévoir l'exclusion d'un associé, car il est exclu qu'un tel pacte, distinct du contrat de société dont la qualité d'associé est née, puisse avoir pour objet de retirer la qualité d'actionnaire à l'un de ces signataires.⁵¹ Le pacte ne doit en effet pas contredire les statuts, et il est exclu, du fait de la relativité des conventions, qu'un simple pacte pénètre dans le champ des statuts pour retirer directement à l'un de ses signataires une qualité que lui offre le contrat de société. D'un tel principe, il semble possible de tirer deux solutions. Premièrement, le régime de l'exclusion ne s'applique pas, car considérer que le régime de l'exclusion s'applique serait en effet admettre que l'exclusion peut avoir lieu dans un pacte d'actionnaires, ce qui apparaît jusque là refusé. La promesse réaliserait alors une exclusion, sans pour autant porter atteinte au contrat de société, car celle-ci n'interviendrait qu'indirectement. La deuxième possibilité serait de dire que si exclusion il y a, elle ne peut jamais s'opérer dans le cadre d'un pacte pour les raisons sus

⁵¹ Cass. Com, 8 février 1982, Bull. Joly 1982, p970.

énoncées. Alors, de telles promesses de vente s'avéraient impossibles à stipuler. C'est peu envisageable...

Peut être serait il possible aussi de considérer, comme pour la prohibition des clauses léonines, par une sorte de « technique juridique de l'autruche » que la promesse n'a aucune incidence sur le pacte social et la qualité d'associé car elle réalise une simple transmission de droits sociaux, dans une optique de validation de ces promesses. En effet, la convention de portage exonère bien la banque de toute contribution aux pertes mais elle est pourtant sans incidence sur la contribution aux pertes selon la chambre commerciale... De la même manière la promesse de vente de l'ensemble des titres sous condition suspensive réaliserait bien une exclusion mais apparaîtrait sans incidence sur la qualité d'associé... Cet argument d'opportunité semble bien peu justifié juridiquement. Mais on ne peut exclure que la jurisprudence fasse preuve de pragmatisme, une nouvelle fois, pour valider les créations de la pratique.

Il serait également envisageable d'avancer que ces promesses unilatérales de vente soumises au droit des contrats, elles mêmes contenues dans un pacte sous le joug de l'article 1134 du Code Civil, réaliseraient certes une exclusion, mais pas au sens où cette notion est entendue en droit des sociétés.

Enfin, si l'on devait considérer que, tout de même, le régime de l'exclusion avait vocation à s'appliquer, il serait possible d'envisager une distinction. Dès lors que l'exclusion prend la forme de la sanction d'une faute (donc exclusion sanction au sens strict), un certain régime disciplinaire devrait s'appliquer afin d'éviter que l'exclu soit soumis à l'arbitraire (droits de la défense, organe disciplinaire...). Dans nos hypothèses, la violation de l'obligation de non concurrence nécessiterait donc la mise en place de certaines garanties pour l'exclu, pour autant que l'on estime que ce régime s'applique que l'exclusion sanction soit directe, ou indirecte comme lors de la mise en œuvre d'une promesse de vente.⁵² Dans tous les autres cas, où « l'exclusion peut frapper un associé du fait de la réalisation de telle condition objective prévue à l'avance, ce régime disciplinaire ne s'appliquerait pas »⁵³, comme pour la démission. Reste à savoir si il ne faudrait tout de même pas prévoir une indemnisation juste de l'associé... Telle est

⁵² Dans ce cas faudrait il une proportionnalité de la sanction à la faute ? (Problème du prix) Faudrait il une approbation par un organe de la société ?

⁵³ M. Germain, R. Vatinet, « Le pouvoir disciplinaire des personnes morales de droit privé », dans « Mélanges en l'honneur d'Y. Guyon, Aspects actuels du droit des affaires », 2002, p397.

également l'hypothèse de l'exclusion cession, qui intervient par la réalisation de véritables conditions objectives.

Section 2 : « L'exclusion cession » : **les clauses de Drag Along et de liquidité**

La clause de Drag Along commentée ci-dessous est reproduite en ANNEXE III.

La clause de liquidité commentée ci-dessous est reproduite en ANNEXE IV.

NB : Annexes non jointes dans cette version du mémoire.

Le Drag Along (A), comme les clauses de liquidité (B), ont pour but final de parvenir à une cession de 100% des titres de la société. Elles permettent donc à l'investisseur de se ménager cette possibilité de sortie, tant recherchée. Contrairement au cadre d'échec envisagé dans la première section, ces clauses symbolisent plus particulièrement la réussite du projet envisagé. Si la mise en œuvre du Drag Along peut s'effectuer à tout moment, les clauses de liquidité ne prennent quant à elles effet qu'au bout d'un certain temps, généralement quatre à cinq ans après la signature du pacte. Ces mécanismes contraignants d'exclusion en vue de la cession de la société touchent principalement les petits actionnaires présents dès le départ, ou encore les salariés actionnaires ne souhaitant pas être licenciés. En effet, la cession de la société à un tiers industriel, concurrent ou autre s'effectuera rarement sans l'accord des dirigeants fondateurs, car ce sont eux qui constituent la véritable valeur de la société⁵⁴ et qui seront susceptibles de fournir à l'acheteur toutes les clefs de la réussite de cette société. Parfois d'ailleurs, l'acheteur les maintiendra dirigeants pendant un certain temps. Surtout, le fondateur représente véritablement le premier vendeur, celui qui connaît tous les « secrets de fabrique » de la société et qui a donc principalement vocation à accompagner et permettre cette cession

⁵⁴ Même si cela est de moins en moins vrai avec le temps.

A) La clause de Drag Along

Clause typique des pactes d'investisseurs, elle permet, dès lors qu'un tiers ou un actionnaire a fait une offre sur 100% des titres de la société, acceptée par un certain nombre d'actionnaires ou signataires du pacte détenant ensemble un pourcentage défini du capital et des droits de vote⁵⁵, et par l'ensemble ou une majorité des investisseurs, de forcer les actionnaires encore réticents à céder leurs titres, par la mise en œuvre d'une promesse unilatérale de vente qu'ils auront souscrites dans le pacte.

Préalables nécessaires

Avant de stipuler une telle clause, il conviendra bien évidemment de prévoir que le droit de préemption ne s'applique pas en pareil cas de figure. En effet, il y a deux trois ans les pactes subordonnaient la mise en œuvre du Drag Along au refus de l'offre des actionnaires promettants ainsi qu'au non exercice du droit de préemption. Or, si le droit de préemption est exercé, l'offre n'aboutira jamais.

De même, il sera prévu que le droit de sortie conjointe ne joue pas ici. Il n'est par hypothèse d'aucune utilité ici, tous les actionnaires pouvant céder aux mêmes conditions à l'offrant.⁵⁶ Il conviendra également de lever les engagements d'inaliénabilité souscrits par les fondateurs afin de permettre la cession d'ensemble. Quant au seuil d'acceptation de l'offre il se situera toujours autour de 70%, 80% du capital et des droits de vote. En effet, comme il déjà été dit, il semble primordial qu'investisseurs et fondateurs soient d'accord ensemble pour souscrire à l'offre, d'où l'absence de seuils qui ne prendraient en compte que les seuls investisseurs. La jurisprudence a cependant déjà validé de telles clauses où le seuil prévu était de 51%⁵⁷.

Enfin, il est nécessaire de prévoir quel sera le sort des titres incessibles, type options ou bons. Généralement, il est prévu que les actionnaires détenteurs de ces titres devront soit lever l'option et souscrire les actions correspondantes afin de les céder dans le cadre de ce Drag Along,

⁵⁵ Ce pourcentage varie selon les pactes de 70% à 85% du capital et des droits de vote. Parfois même, il suffit que la majorité qualifiée des investisseurs accepte l'offre pour que le Drag Along puisse être mis en œuvre.

⁵⁶ Cependant, voir « Utilité pratique de la clause ». Ce droit de sortie conjointe a en effet souvent son rôle à jouer avant la mise en œuvre du Drag Along.

⁵⁷ CA Paris, 25^{ème} chambre, 21 décembre 2001, Bull. Joly Sociétés 2002 n° 110, p109, note H. Le Nabasque.

soit renoncer irrévocablement à l'exercice de ces titres. De plus, lorsque l'on octroiera au cours de la vie sociale des BSA par exemple aux salariés, un mini pacte sera signé avec eux, ceci en vue du Drag Along, des clauses de préemption.... Pour finir, seront envisagés des mécanismes contractuels permettant de faciliter l'exécution de ces promesses.⁵⁸

Utilité pratique de la clause

La stipulation d'une telle clause apparaît relativement curieuse. En effet, par hypothèse, si l'offre a été acceptée par 85% des actionnaires, c'est qu'elle est relativement intéressante, un refus de vendre semble alors improbable, et la clause inutile. En fait, un certain nombre de situations peuvent expliquer la nécessité de prévoir ce Drag Along. Ainsi, un actionnaire peut ne pas retrouver son prix de revient, sa mise de départ, dès lors qu'il a souscrit un certain nombre d'actions peu avant l'offre à un prix élevé, par exemple en application du mécanisme de la préemption. Surtout, certains actionnaires, et particulièrement les petits actionnaires, peuvent se trouver dans un cas de figure où, malgré une offre à un prix raisonnable, ils risquent de toucher très peu du fait de la répartition préférentielle du prix de cession accordée aux investisseurs.

Une dernière remarque préliminaire s'impose. Les praticiens mettront rarement en œuvre cette clause, notamment pour ne pas froisser les réticents. Ainsi, en présence d'une telle offre acceptée par la majorité requise, une notification sera adressée aux actionnaires ayant refusé l'offre, les informant de leur « possibilité » d'exercer leur droit de sortie conjointe total, étant donné que plus de 50% des actions de la société sont susceptibles de faire l'objet d'une cession. La notification les informera par la suite qu'à défaut d'exercice de ce droit, la clause de Drag Along sera mise en œuvre. La clause va ainsi constituer un moyen de pression tendant à ce que les réfractaires cèdent d'eux-mêmes leurs actions, sans exercice de la contrainte. D'autant plus que la mise en œuvre de cette clause pourrait s'avérer difficile, celle-ci apparaissant rarement parfaite juridiquement.

⁵⁸ Sur ce point, voir partie2, Section1.

Technique juridique

Ici encore, les parties ont-elles voulu stipuler une promesse unilatérale de vente, souscrite par l'ensemble des actionnaires, et dont le bénéficiaire serait le tiers ou l'actionnaire futur offrant. Cette promesse est consentie sous conditions suspensives, de l'offre, de son acceptation par une majorité, et enfin de la notification de ces offre et acceptation aux promettants. Le délai d'option se déclenche dès lors que les conditions suspensives d'offre et d'acceptation se réalisent.

Une nouvelle fois, les parties devront veiller à ce que le nombre de droits sociaux faisant l'objet de la promesse soit déterminé ou déterminable préalablement ce qui pose peu de difficultés juridiques ici, la cession de « l'intégralité de ses titres » étant envisagée par les promettants. Concernant le prix, le Drag Along prévoira la nécessité de se référer aux termes de l'offre pour le déterminer. L'offrant étant bien souvent le bénéficiaire de la promesse et donc le futur cessionnaire, on pourrait y voir un prix laissé à l'appréciation de sa seule volonté. En fait, sa seule volonté ne suffira pas à déterminer le prix : ce n'est que si un grand nombre d'actionnaires l'ont approuvé que le prix de l'offrant sera pris en compte. Ce prix dépend donc d'éléments extérieurs à sa volonté et ne semble pas devoir encourir de critiques sur le fondement d'une indétermination.

Mais a-t-on véritablement affaire à une promesse de vente ? Comme tout contrat, la conclusion de la promesse de vente n'est en effet parfaite que si elle a été acceptée par le bénéficiaire. Or, la plupart du temps le bénéficiaire est l'offrant. Si ce dernier est un actionnaire, partie au pacte, il y a donc bien promesse de vente. A l'inverse, si l'offrant est un tiers, il n'a par hypothèse pas accepté cette promesse car il était encore inconnu lors de la signature du pacte. Dès lors, il semble que la promesse de vendre consentie par tous les actionnaires à ce tiers offrant ne constitue qu'une simple offre de vente, soit une proposition ferme de conclure, à des conditions déterminées, un contrat de vente de telle sorte que son acceptation suffit à la formation de celui-ci. L'offre doit contenir les éléments essentiels du contrat, à savoir la chose et le prix.⁵⁹ L'offre de vente en l'espèce serait donc ferme et précise, pour autant qu'elle contienne les éléments essentiels du contrat envisagé. Cette offre serait alors subordonnée aux conditions suspensives évoquées, qui déclencheraient le délai d'acceptation. Son régime juridique est en principe

⁵⁹ En matière de vente, l'Art. 1583 Code Civil dispose que « la vente est parfaite dès que l'on ait convenu de la chose et du prix ».

symétrique à celui de la promesse. En effet, elle est normalement révocable. Mais la jurisprudence tempère en considérant que si elle est révoquée pendant le délai où elle doit être maintenue, l'offrant commet une faute, qui engage non sa responsabilité contractuelle mais délictuelle. Ainsi, le pollicitant devrait maintenir son offre pendant le délai fixé, sous peine d'engager sa responsabilité délictuelle.⁶⁰Certains y voient plutôt la manifestation d'un engagement unilatéral de volonté créateur d'obligations pour l'offrant, malgré la controverse bien connue que soulève cette notion en droit français.⁶¹ Plus problématique, il semble que le principe de la libre révocabilité jouera pleinement lorsque l'offre n'est pas encore parvenue à son destinataire. Or par hypothèse, l'offrant actionnaire pourrait ainsi librement révoquer son offre, même si elle est faite pour une durée déterminée, dès lors que son destinataire ne sera pas connu avant un certain temps : tant que le tiers n'aura pas offert d'acquérir l'ensemble des titres de la société, l'offre de vente de l'actionnaire ne lui sera en effet pas parvenue. De plus, en cas de décès ou d'incapacité du pollicitant, il semble que l'offre de vente soit caduque, alors que ces événements restent sans effet sur la promesse, en principe.⁶²Cependant, quant au décès de l'offrant, la jurisprudence est changeante.⁶³ Sans doute les investisseurs verront donc d'un mauvais œil cette qualification de cette simple offre, qui paraît peu engageante et moins contraignante que la promesse.

Afin de renforcer cette qualification de promesse dans l'hypothèse où l'offrant serait un tiers, il conviendrait tout simplement, et c'est fréquent en pratique, de désigner systématiquement comme bénéficiaires les investisseurs eux-mêmes, avec faculté de se substituer un tiers ou un autre actionnaire soit dans le bénéfice de la promesse de cession, soit dans le cadre de l'acquisition résultant de la levée de la promesse elle-même. En effet, une telle clause, si elle prévoit une procédure adéquate pour informer le promettant de la substitution, semble permettre d'échapper aux formalités de l'article 1690 du Code Civil exigées en cas de cession de la promesse. La jurisprudence valide en effet ces clauses de la pratique, en considérant que cette substitution n'est pas une cession de promesse. Il serait également possible de concevoir que les bénéficiaires investisseurs lèvent la promesse puis revendent au tiers acquéreur. L'inconvénient

⁶⁰ Cass. 3^{ème} Civ, 10 mai 1968, Bull. civ. III, n°209, p161.

⁶¹ P. Malaurie, L. Aynès, P. Stoffel-Munck, « Les obligations », Defrénois 2004, §430, §431, §432.

⁶² La jurisprudence a en effet affirmé que le décès d'un pollicitant ne rend pas caduque une offre assortie d'un délai. Cass., 10 décembre 1997, Bull. civ. III n°223, p150.

⁶³ Sur la caducité de l'offre en cas de décès du pollicitant : Cass. Soc., 14 avril 1961, JCP 1961, II, 12260, D. 1961.535, RTD civ. 1962.349, obs. G Cornu ; Cass. 3^{ème} civ., 10 mai 1989, Bull. civ. III, n°109, p.60, D.1990.365 note Virassamy.

Sur la non caducité de l'offre en cas de décès du pollicitant : Cass. 3^{ème} civ., 10 décembre 1997, Bull. civ. III, n°223, p150.

résiderait alors dans une double taxation des droits de mutation sur titres sociaux. La jurisprudence a parfois qualifié cette substitution de stipulation pour autrui⁶⁴. On peut cependant rester perplexe quant à cette qualification, car il semble qu'il n'y ait pas ici de droit acquis directement par le tiers bénéficiaire comme l'exige la stipulation pour autrui. C'est en effet au bénéficiaire direct de la promesse, stipulant, qu'appartient ce droit.

Cependant, ne pourrait-on pas envisager que cette clause met en place, une sorte de stipulation pour autrui lorsque la promesse est faite à un tiers offrant, ce qui éviterait la qualification d'offre de vente ? En effet, il semble que la jurisprudence ait depuis longtemps renoncé à tenir le principe posé à l'article 1119 du Code Civil comme vrai, selon lequel on ne peut stipuler en son propre nom que pour soi-même, au vu de l'extension croissante des exceptions posées à l'article 1121. L'affirmation de principe de la validité des stipulations pour autrui correspondrait alors à notre droit positif.⁶⁵ Il suffirait simplement que le stipulant, pour qu'il soit considéré comme stipulant en même temps pour soi-même, y trouve un intérêt quelconque. Dans notre cas, on pourrait considérer que le pacte porte en lui un accord entre stipulants, ceux-ci correspondant à l'ensemble, le bloc d'actionnaires signataires, et promettants, constitués des mêmes personnes mais que l'on considérerait alors dans leur individualité, et non comme un bloc (ou alors considérer que l'accord est conclu entre les investisseurs et fondateurs stipulants et les autres actionnaires mais l'inconvénient réside dans le fait qu'un fondateur ou investisseur peut très bien se trouver être promettants lorsqu'il ne consent pas à l'offre). Le pacte conférerait alors directement au tiers offrant, bénéficiaire déterminable, un droit direct et propre contre chaque promettant de lever l'option, en cas de réalisation des conditions et ce sans être contractuellement lié.⁶⁶ Il n'aurait, au moment de son offre, qu'à accepter le bénéfice de la stipulation pour autrui. L'avantage d'un tel mécanisme permettrait aux stipulants, représenté par exemple par les investisseurs auxquels on donnerait mandat préalablement, tout comme au tiers, de demander l'exécution de la promesse. L'intérêt des stipulants à la promesse est ici évident, à savoir obtenir la cession de leurs titres au tiers pour un prix de majoritaire. De plus, il semble que l'on sorte ainsi du régime de la promesse unilatérale de vente et des difficultés liées à la rétractation. Cette qualification envisagée reste cependant une simple hypothèse : l'artifice est évident, mais lorsqu'il tend à un résultat opportun, il est un bon procédé juridique.

⁶⁴ Cass. Civ 3^{ème}, 2 juillet 1969, Bull. civ. III, art. 541.

⁶⁵ Dans ce sens, P. Malaurie, L. Aynès, P. Stoffel-Munck, « Les obligations », Defrénois 2004, §430, §431, §432.

⁶⁶ Il aurait certes une charge car devrait payer le prix mais une telle charge est admise dans la stipulation pour autrui, d'autant plus qu'elle apparaît ici comme la contrepartie équivalente du droit.

La rédaction particulièrement explicite de ces clauses et la technique adoptée paraît pourtant faire pencher la balance en faveur de la promesse unilatérale de vente. Mais comme envisagé précédemment, doit-on analyser ces clauses de façon autonome ou les considérer plus globalement comme s'inscrivant dans le cadre d'un ensemble, le pacte ? En effet, en analysant « l'économie du pacte », en ressortiraient les bases communes ayant présidé à sa rédaction. Ainsi, en s'appuyant sur la clause de philosophie, de Drag Along et les clauses de liquidité, il serait envisageable d'interpréter la volonté commune des signataires et de bien discerner l'idée sous-jacente à ces clauses : parvenir à une cession en bloc dans le futur afin de réaliser une plus value. Dès lors, ces promesses ne seraient que de simples engagements innommés de réaliser de bonne foi ce but commun, ce qui permettrait éventuellement de s'abstraire du régime contraignant des contrats spéciaux. Ces engagements innommés s'inscrivant dans le cadre du grand contrat innommé, le pacte, répondraient seulement de la théorie générale du contrat et ne devraient pas se trouver contraire à l'ordre public sociétair. Le même problème se posera toutefois lorsque l'engagement est consenti directement au tiers offrant. La théorie générale du contrat exigeant un accord de volontés, il faudrait admettre que l'engagement innomé est unilatéral de volonté, notion controversée en droit français. Ou alors, en admettant que nous avons véritablement affaire à une promesse, mais qui s'insérerait dans « un grand contrat innommé », certains assouplissements pourraient être consentis quant à son régime juridique. Ainsi, l'on envisagerait d'admettre que, par une sorte de fiction juridique l'acceptation du tiers inconnu a été donnée par avance car effectuée dans son intérêt exclusif.⁶⁷ Pour résumer cette perspective du pacte⁶⁸, celui-ci serait un « grand contrat cadre », imposant certaines obligations générales, constitué d'autres « contrats dits d'exécution » mais qu'il faudrait interpréter par rapport à l'esprit du pacte.

Dans l'autre vue envisagée, celle d'un grand contrat unique innommé, le pacte imposerait des obligations précises et d'autres plus générales tirées de l'économie du pacte, telle que l'obligation de cession conjointe. Les promesses ainsi stipulées n'apparaîtraient alors que comme « les modalités d'exécution de ces obligations », sans constituer des contrats autonomes.⁶⁹ Dès lors, un accord de volontés entre les promettants du « Drag along » et le tiers ne serait pas

⁶⁷ Quelque part, on transposerait la solution rendue à propos de l'inconscient le 1^{er} décembre 1969 en matière de convention d'assistance bénévole (arrêt dit du cyclomotoriste inanimé). La démarche relèverait, comme pour l'assistance bénévole, du pur opportunisme. Le problème supplémentaire ici, c'est qu'en plus de forcer sur le consentement, cela revient à faire accepter quelqu'un qui n'existe pas encore.

⁶⁸ Cette analyse du pacte correspond à la seconde analyse du pacte évoquée dans la section 1, B.

⁶⁹ D'autres promesses, comme celles stipulées dans la clause de good bad leaver, apparaîtraient comme des clauses pénales. Ici cependant, il semble que la cession forcée au prix du tiers ne puisse valoir clause pénale, du fait de l'absence d'un forfait de dommages et intérêts.

nécessaire, la promesse n'étant que l'exécution d'une obligation de cession conjointe issue du contrat « pacte » conclu entre les actionnaires, auquel le tiers est extérieur.

L'idée de grand contrat innommé, qu'il soit cadre ou unique reste encore une fois abstraite et imprécise mais permettrait de tenir compte des besoins de la pratique. Elle peut aussi apparaître saugrenue en ce sens que la jurisprudence a, en matière de clauses de pactes d'actionnaires, une vue assez restreinte des choses, sauf pour les promesses de rachat à prix fixe. Il serait sans doute plus souhaitable ici de prévoir la clause de substitution envisagée.

Surtout, il est nécessaire de se remémorer que ces discussions juridiques peuvent sembler très « lointaines » à l'investisseur, qui parviendra le plus souvent à réaliser ses objectifs sans l'intervention de telles clauses contraignantes. Le Drag Along n'est en effet presque jamais mis en œuvre, les actionnaires consentant généralement à l'offre. Mais parfois, et même le plus souvent, au bout de 4, 5 ans, aucune offre spontanée n'a eu lieu et l'investisseur souhaite pourtant vendre. Il pourra alors mettre en œuvre la clause de liquidité, qui, comme son nom l'indique, lui offrira des perspectives de sortie moyennant finances de la société.

B) Les clauses de liquidité : mandat de cession et procédure de « buy or sell »

Généralement, la clause de liquidité sera mise en œuvre par les seuls investisseurs. Ceux-ci souhaitent réaliser une plus value, et ce dans un laps de temps limité.⁷⁰ Dans les faits, il est rare que les investisseurs aient besoin de s'en servir, mais il est nécessaire qu'elle constitue un moyen de négociation efficace pour parvenir à la cession de la société. A la date où cette clause peut être mise en jeu, la société devrait déjà être cédée ou introduite en Bourse. Ainsi, si aucune démarche n'est entreprise pour parvenir effectivement à la cession de la société, il sera alors possible de la faire jouer. Préalablement à la stipulation d'une telle clause, les droits de préemption et de sortie conjointe seront écartés. En effet, l'acquéreur ne souhaite pas être un « lièvre », c'est-à-dire effectuer toutes les études nécessaires afin de proposer un prix pour qu'ensuite un actionnaire préempte. Enfin, il faudra régler la situation des titres types bons, options...

⁷⁰ Ne pas oublier que les investisseurs utilisent souvent comme véhicule de financement les FCPR, qui n'ont qu'une durée de vie limitée, 10 ans généralement.

Il est habituellement envisagé l'octroi par tous les actionnaires d'un mandat de cession à une banque en vue de trouver un acheteur. En cas d'échec, pour quelque raison que ce soit, la procédure de buy or sell sera alors initiée. Il est important de bien avoir cette vue chronologique des choses.

Le mandat de cession

Ce mandat de cession dans les clauses de liquidité n'est parfois envisagé qu'en second recours. Ainsi, certains pactes prévoient une première procédure visant à ce que les investisseurs notifient aux fondateurs leur volonté d'organiser la liquidité de la totalité de leurs titres, laissant alors à ces fondateurs une période déterminée pour obtenir une offre ferme d'un tiers. Ce n'est qu'ensuite qu'un mandataire « notoirement connu » aura vocation à intervenir.

Dans la clause reproduite en annexe, une « promesse de donner mandat » à un professionnel est souscrite par les actionnaires de la société, promesse dont les investisseurs pourront demander l'exécution s'ils en font la demande. Un accord devra être trouvé sur le nom du mandataire et à défaut, il semble que ce soit les investisseurs, mandataires de l'ensemble des actionnaires qui pourront choisir l'intermédiaire. Le mécanisme peut susciter la perplexité, notamment la promesse de confier mandat à un professionnel, levée par les investisseurs !⁷¹ Il serait sans doute possible de le simplifier et de le rendre plus juridiquement correct. Pourquoi ne pas tout simplement donner mandat préalable aux investisseurs de conclure mandat avec une banque, au besoin choisie avec les actionnaires fondateurs ? Ce mandat serait exécuté par les investisseurs dès lors qu'ils seraient tous en accord, ou qu'une majorité qualifiée d'investisseurs le serait, pour procéder à la cession. Il serait sans doute également possible de faire signer dès le départ à tous les actionnaires, excepté les investisseurs, une procuration en blanc, valable à partir de telle date. Lorsque tous les investisseurs seraient d'accord pour céder, ils complèteraient la procuration et y indiqueraient le nom du mandataire choisi. « Il n'est en effet pas exigé que la personne du mandataire soit désignée dans un contrat de mandat, et la pratique de ces procurations en blanc est bien connue ».⁷²

⁷¹ A qui est consentie véritablement la promesse ? Est ce une promesse de donner mandat à un professionnel ou de s'accorder avec les investisseurs en vue de donner mandat au professionnel ?

⁷² F. Collart-Dutilleul, P. Delebecque, « Contrats civils et commerciaux », Précis Dalloz, 6^{ème} ed., §634.

Intervient donc en second lieu le contrat de mandat conclu avec l'intermédiaire. La clause parle tout d'abord de « mandat exprès d'obtenir la cession ». Il est vrai que l'article 1988 du Code civil exige bien un mandat exprès en cas d'aliénation. Toutefois, il est évoqué peu après que « tous les actionnaires promettent d'accepter toute proposition d'achat faite par un acquéreur présenté par le mandataire dès lors qu'elle serait acceptée par les investisseurs ». D'autres clauses du même type évoquent « l'engagement des parties à présenter la totalité de leurs actions à la vente... ». Une certaine ambiguïté est volontairement entretenue dans ces stipulations. A-t-on véritablement affaire à un mandat de cession ? Les expressions « accepter toute proposition d'achat » et « s'engager à présenter à la vente » recouvrent-elles une promesse unilatérale de vente ?

L'idée première de la clause consiste à dire que toutes les parties ont donné, dès le départ un mandat de cession portant sur la totalité des titres. Dès lors que l'offre de l'acquéreur présenté par le mandataire est acceptée dans les conditions prévues, l'engagement des actionnaires de présenter à la vente leurs titres n'est qu'une formalité, un acte d'exécution de l'acte de vente. La société est déjà vendue du fait de l'exécution du mandat, il n'y aurait donc pas de promesse de vente, mais une simple obligation découlant de la vente de signer l'ordre de mouvement. La promesse consisterait seulement en une « promesse d'exécuter le contrat de vente », un engagement envers toutes les autres parties au pacte d'exécuter le contrat de vente conclu par le mandataire. Cette analyse se situe tout à fait dans l'esprit du pacte, qui vise à considérer que tous les actionnaires s'étaient convenus de considérer la société comme un tout à vendre, cessible. Mais elle pêche par des insuffisances juridiques.

Il apparaît tout d'abord que le mandat d'obtenir cession n'en est pas véritablement un. Le mandat est en effet un contrat par lequel une personne, le mandant, donne à une autre, le mandataire, le pouvoir de faire quelque chose pour son compte et en son nom.⁷³ Il implique donc un mécanisme de représentation en vue de conclure au nom du mandant des actes juridiques, et non des actes matériels. Or, le banquier mandataire interviendra ici, en vertu d'un contrat régissant entre lui et son client ses conditions d'intervention⁷⁴, afin de rechercher un partenaire pour le compte des actionnaires, conduire les discussions et les négociations, et enfin présenter l'offrant aux actionnaires vendeurs. La banque agit donc en son nom propre et ne conclue pas

⁷³ Art. 1984 alinéa 1 du Code Civil.

⁷⁴ Sur ce point, voir H. Dubout, « Les contrats de « mandat » avec les banques d'affaires dans les opérations de cession acquisition d'entreprise », Bull. Joly décembre 1997, p1029.

d'acte juridique : il n'y a donc pas mandat au sens juridique du terme. D'ailleurs, la clause commentée, malgré son ambiguïté, confirme bien cette vue des choses : la proposition de l'acquéreur présenté par le mandataire doit être acceptée par les investisseurs. Le mandataire n'a donc pas vraiment de pouvoir pour engager les mandants.

Mais alors, juridiquement, qu'est ce que ce contrat de « mandat » ? On peut y voir un contrat d'entreprise conclu *intuitu personae*, la banque n'ayant qu'à accomplir des actes matériels. Il est aussi possible de penser à un contrat de courtage à la vente. Le courtier est un intermédiaire indépendant, tenu *vis-à-vis* de son client donneur d'ordres, de lui proposer un partenaire. Si le donneur d'ordre souhaite vendre, il doit lui soumettre un candidat à l'achat.⁷⁵Cette définition semble correspondre parfaitement à l'hypothèse envisagée.

N'ayant pas affaire à un contrat de mandat, il semble donc que l'engagement d'accepter toute proposition constitue bien une promesse unilatérale de vente consentie par les actionnaires à l'acquéreur sous condition suspensive d'acceptation par les investisseurs de la proposition. De nouveau, se posent alors tous les problèmes inhérents à la promesse. Si l'acquéreur est un tiers, la promesse dégénère en simple offre, d'où la nécessité qu'elle soit consentie aux investisseurs avec faculté de substitution. Se pose le problème du prix...

L'idéal serait bien évidemment de faire en sorte qu'il y ait véritable mandat de cession. En fixant dans le contrat de mandat les conditions précises sur lesquelles investisseurs et souvent fondateurs se sont accordés pour vendre, la tâche de la banque serait alors de trouver un acquéreur aux conditions exactement prévues, et de signer le contrat de vente de la société au nom et pour le compte des actionnaires. Les actionnaires mandants devraient ensuite exécuter l'acte de cession. Un tel contrat serait certes d'une redoutable efficacité, mais paraît peu probable : les actionnaires le trouveront trop risqué et le banquier ne le conclura pas du fait d'une responsabilité trop lourde.

En dernier lieu, « les investisseurs financiers s'engagent à statuer de bonne foi sur la proposition d'un acquéreur potentiel... ». Que recouvre cet engagement ? Il est possible de se demander si les investisseurs seront considérés de bonne foi s'ils acceptent une proposition à leur seul avantage du fait de la répartition préférentielle du prix de cession. Cependant, investisseurs

⁷⁵ F. Collart-Dutilleul, P. Delebecque, « Contrats civils et commerciaux », Précis Dalloz, 6^{ème} ed., §668.

et fondateurs se seront généralement accordés sur le prix auquel ils souhaitent vendre, le mandataire ne leur proposant alors que des acquéreurs dont la proposition entre dans les critères fixés. Le risque apparaît donc faible. Cette exigence vise plutôt à les obliger à négocier lorsque une vraie offre se présente afin qu'ils n'attendent pas de pied ferme la mise en œuvre de la procédure de Buy or Sell. S'ils sont de mauvaise foi, cette procédure ne pourra ainsi pas être initiée. S'ils sont de bonne foi et que le mandat de cession n'a pas abouti au bout d'un certain temps (neuf mois ici), elle pourra débiter.

La procédure de « Buy or Sell »

En général, cette procédure sera donc amorcée, au terme d'un long processus, lorsque aucun acheteur n'a pu être trouvé. L'absence d'acquéreur peut s'expliquer par une faible valeur de la société ou même, lorsque la société représente une certaine valeur, par une situation de crise et de marché baissier. Parfois, les actionnaires n'ont pu se mettre d'accord sur les conditions de la vente. Les fondateurs ont refusé l'earn out⁷⁶, ou de fournir à l'acheteur potentiel une garantie d'actif et de passif. Il est possible d'imaginer un désaccord éventuel sur le prix de cession, même si le plus fréquemment des prix ont déjà circulé et les actionnaires sont parvenus à déterminer un niveau de prix consensuel avec la banque d'affaires. La clause de « Buy or sell » servira donc à dénouer cette situation. Par le jeu de cette clause, dénommée parfois clause d'offre alternative, les investisseurs vont généralement tenter d'obtenir la totalité des titres de la société afin de les revendre en bloc à un tiers, ou de se faire racheter pour un prix convenable. Il sera donc imposé aux autres actionnaires de déboursier beaucoup d'argent afin d'acquérir les titres des investisseurs ou de sortir de la société. C'est en ce sens que l'on peut la voir comme une clause d'exclusion déguisée.

Le mécanisme de cette clause diffère variablement selon les pactes. Les anciens pactes prévoyaient généralement une promesse d'achat des autres actionnaires aux investisseurs, avec un prix fixé par ces derniers mais une possibilité de contestation par expert. Si la levée d'option était effectuée mais n'aboutissait pas (pas de paiement...), les investisseurs pouvaient alors lever la promesse de vente qui leur était consentie par ces mêmes actionnaires, au prix déterminé

⁷⁶ Une clause d'earn out accompagne parfois la cession de l'intégralité des titres de la société. Les fondateurs cédants percevront une partie fixe payable dès la réalisation de la cession et une partie réglable ultérieurement en fonction des résultats futurs de la société. Souvent, le fondateur cédant sera tenu de rester dans la société pendant la durée des exercices de référence.

précédemment décoté d'un certain pourcentage. Cette clause n'est bien entendu qu'un exemple des clauses retrouvées il y a quatre cinq ans. Les autres actionnaires parvenant difficilement à lever des fonds pour acquérir les titres des investisseurs, l'esprit contemporain conduit plus à un raisonnement en sens inverse du type « sell or buy ».⁷⁷ La clause reproduite en annexe reflète d'ailleurs assez bien l'état actuel des choses. Il est le plus souvent associé une offre d'achat et une double promesse de vente. Il semble en effet que l'on ait en premier lieu affaire à une simple offre d'achat de l'ensemble des titres de la société émise par les investisseurs par l'intermédiaire d'un mandataire choisi par eux. Cette offre, ferme et précise, s'effectue au prix choisi par les investisseurs (« la proposition »). Si la totalité des actionnaires accepte cette offre, la vente est conclue, ce qui mettra fin à cette procédure. Les bénéficiaires de l'offre peuvent cependant refuser cette offre et effectuer une « contre-proposition » en offrant à ces investisseurs et autres actionnaires d'acheter leurs titres. Le prix offert sera celui de la proposition pour les autres actionnaires, le double pour les investisseurs. Plus qu'une deuxième offre, la contre-proposition semble constituer la levée de l'option de la promesse unilatérale de vente consentie par les investisseurs et autres au futur contre-proposant. En l'absence de contre-offre et d'acceptation de tous les actionnaires de souscrire à la première proposition, les investisseurs pourront lever la promesse de vente que leur ont consentie ces actionnaires. Peut être même pourrait on seulement voir en ce mécanisme deux promesses de vente croisées. La première serait consentie aux investisseurs, leur proposition constituant la levée d'option sous condition suspensive de non exercice de la promesse de vente réciproque. La contre-proposition serait la simple levée d'option de la promesse de vente réciproque. On le voit bien, l'analyse juridique de cette clause est très délicate.

Le déclenchement de la procédure ne doit pas être à la merci du pollicitant investisseur. En d'autres termes, les conditions suspensives afférentes à la proposition ne doivent pas être potestatives. Il semble ici que ce ne soit pas le cas, car l'offre des investisseurs ne peut être émise qu'en cas d'échec du mandat de cession, d'où l'exigence de bonne foi des investisseurs dans la mise en œuvre de ce « mandat ».

La critique la plus vive que l'on puisse rattacher au mécanisme se situe plutôt dans le processus de détermination du prix. Pour les deux promesses de vente, le prix est déterminable par référence à la « proposition », soit par référence à la volonté des investisseurs. Or, le prix est

⁷⁷ La possibilité pour les autres actionnaires d'acquérir les titres des investisseurs n'est donnée qu'en second plan, suite à l'offre d'achat des investisseurs.

de façon constante considéré par la jurisprudence comme indéterminé ou indéterminable dès lors qu'il est laissé à l'appréciation d'une seule des parties à la cession. Ceci entraînerait la nullité de la cession, prononcée selon les cas sur les fondements des articles 1174⁷⁸ ou 1591 du Code Civil. Alors, le mécanisme tombe et seule resterait l'offre de départ des investisseurs, pouvant être acceptée ou non. Cependant, l'idée qu'un prix farfelu puisse sortir est quasiment impossible. En effet, le prix de la proposition ne peut pas être trop bas, la contre-proposition pouvant intervenir derrière et entraîner le rachat des titres des investisseurs à ce même prix, ou au double de ce prix. Le mécanisme trouve donc en son sein un certain équilibre. Il reste que le juge ne tiendra pas forcément compte de l'équilibre global réalisé lorsqu'il analysera les promesses. Surtout, même si un prix bas est proposé, un fondateur ou un petit actionnaire aura rarement les fonds lui permettant de lever la promesse de vente réciproque, d'autant plus lorsqu'il devra acquitter le double du prix stipulé dans la proposition et acquérir les titres de tous les actionnaires. Il est donc possible de penser qu'il convient de déterminer un prix échappant à la volonté arbitraire de l'une ou l'autre des parties.

Ainsi, serait envisageable une possibilité de contestation du prix par voie d'expert, en se référant par exemple à l'article 1843-4 du Code civil pour la désignation de cet expert. Les modalités de désignation de l'expert devront en effet être prévues, le juge ne pouvant se substituer aux parties à moins qu'elles n'aient expressément sollicité son intervention.⁷⁹ Dans un tel cas de figure, une possibilité de repentir devra être accordée à la partie qui souhaitait lever l'option. Cette solution de recourir à un expert apparaît donc souhaitable pour cadenciser ces promesses. Mais en pratique, on peut douter que les investisseurs acceptent la stipulation de telles clauses. Même en fixant préalablement la méthode d'évaluation de la société, celle-ci ne sera sûrement pas la plus appropriée pour estimer l'entreprise cinq ans plus tard, au moment de la mise en œuvre de la procédure de buy or sell. Les investisseurs voient ainsi dans ce recours à l'expert une sorte de jeu du hasard. Une autre hypothèse peut alors être avancée. Les parties se sont généralement accordées sur un prix lorsqu'elles ont confié le mandat de cession à la banque d'affaires. L'idée serait alors de se référer à cet accord pour rendre déterminable le prix des promesses, avec une éventuelle décote ou surcote.

⁷⁸ Cass. Com, 15 juin 1982, Lemesre c/Sté Louis Lemesre Meuble Pilote. Ce fondement est contestable dès lors que la potestativité sanctionnée par 1174 doit affecter une « condition, modalité d'une obligation ». Or le prix n'est pas une condition mais un élément constitutif du contrat de vente. De plus, le prix ne doit être laissé ni à la volonté du cédant, ni à celle du cessionnaire. Or l'article 1174 ne vise que le cas où l'exécution de l'obligation est laissée à la volonté du seul débiteur.

⁷⁹ Cass. Civ, 25 avril 1952, D. 1952 jur. P635.

En conclusion, peut être pourrait on combiner les deux clauses de « mandat de cession » et de buy or sell pour les rendre plus efficaces. Ainsi, suite à l'offre de l'acquéreur potentiel présenté par la banque d'affaires, acceptée par les investisseurs ou x% d'actionnaires de bonne foi, tous les actionnaires feraient la promesse de céder aux investisseurs leurs titres au prix de l'offrant, avec faculté pour ces derniers de se substituer un tiers. Mais il peut ne pas y avoir eu d'offre. Dans ce cas, les mêmes actionnaires s'engageraient malgré tout à céder aux investisseurs leurs titres, au prix sur lequel les parties s'étaient accordées lors de l'octroi du mandat de cession à la banque d'affaires, diminué d'une éventuelle décote. En cas de refus de réaliser la vente, ces actionnaires seraient tenus de racheter l'intégralité des titres de la société ou seulement ceux des investisseurs, par levée d'une promesse unilatérale d'achat qu'ils auraient préalablement consentis, au prix de l'offrant. Ainsi, on peut espérer qu'avec ce type de clause, la promesse consentie dans le cadre du mandat de cession sera exécutée, par peur de devoir être contraint au rachat de la société.

Conclusion Partie 1

Toutes ces clauses d'exclusion déguisée utilisent donc le plus souvent la technique des promesses unilatérales de vente pour réaliser leurs objectifs. En analysant ces promesses de manière autonome, il est patent que celles ci posent des difficultés d'efficacité évidentes tant dans la formation de ce contrat de promesse, comme nous avons pu le constater, que dans son exécution. Rétractable, la promesse unilatérale de vente peut se trouver détruite. Et même lorsque elle se réalise, la cession de droits sociaux qui en découle n'est pas forcément simple à concrétiser face à un réticent. Ainsi, le droit des contrats est il le plus approprié pour « subvenir aux besoins » de l'investisseur ? Ne peut on pas trouver des solutions plus efficaces en droit des sociétés ?

PARTIE 2

Efficacité et limites des clauses d'exclusion dans les pactes d'investisseurs

L'investisseur, fort des promesses envisagées consenties en sa faveur, sans lesquelles il n'aurait de toutes les façons pas souscrit au projet en question, peut s'estimer à l'abri. Pour autant, le respect de la parole donnée n'est pas le propre de tous les hommes et il conviendra donc d'être prévoyant. En « bon père de famille », l'investisseur sera ainsi en devoir d'identifier les risques pouvant affecter l'efficacité de ces clauses et les moyens d'y faire face. Parmi ces risques, l'exécution de la promesse de cession de droits sociaux mais aussi de la vente elle-même peut parfois sembler problématique. **(Section1)** Un des problèmes d'exécution pourrait résider dans la cession préalable à un tiers. Nous ne traiterons pas de cette difficulté dans le cadre de cette présente étude.⁸⁰

Les problèmes d'efficacité de ces clauses d'exclusion déguisées nécessitent alors de s'interroger sur le point de savoir si des solutions alternatives, permettant d'aboutir aux mêmes fins et paraissant plus satisfaisantes existent en droit des sociétés. **(Section2)**

⁸⁰ En effet il nous semble que ce problème mériterait plutôt d'être envisagé dans le cadre d'une étude sur les clauses de préemption, de sortie pactée et d'inaliénabilité, ou même du pacte en général.

Section 1 : Une exécution source de difficultés

Plus que leur validité, c'est la délicate exécution de ces clauses qui est source de difficultés. Après avoir discerné en quoi le droit des sociétés rend la cession de droits sociaux plus ardue, nous nous attarderons sur la solution critiquable posée par la jurisprudence de la Cour de cassation concernant la rétractation d'une promesse unilatérale de vente. (A) Face à ce dernier problème, des parades contractuelles s'imposent. (B)

A) Délicate exécution de la vente et de la promesse unilatérale de vente

Ayant levé l'option de la promesse, le bénéficiaire trouvera dans le droit des sociétés quelques difficultés pour parvenir à la cession effective des droits sociaux. Plus embêtant, avant la levée de l'option, la rétractation d'une promesse unilatérale de vente n'est sanctionnée, selon la Cour de cassation, que par de simples dommages et intérêts. L'investisseur, pour qui le recours au contrat permettait de rétablir un espace de liberté et de s'abstraire d'un cadre institutionnel jugé parfois trop rigide, se trouve à nouveau fragilisé. Pour autant une telle solution, véritable « prime à l'inexécution des pactes » selon Denis Mazeaud, se justifie-t-elle ?

Difficultés d'exécution liées à la cession de droits sociaux

Le droit des sociétés est pour partie, un obstacle à l'exécution satisfaisante de ces clauses d'exclusion contenues dans les pactes. L'investisseur, après avoir levé l'option, peut légitimement s'attendre à ce que la cession de droits sociaux s'effectue, et ce sans encombres. Une première difficulté peut se poser dès lors que le cédant oppose un refus pur et simple d'exécuter le contrat de cession.⁸¹ Dans ce cas, il est généralement admis que le cessionnaire

⁸¹ Sur ce point, voir A. Mignon Colombet, « L'exécution forcée en droit des sociétés », sous la direction de Y. Guyon, *Economica* 2004.

investisseur sera en droit d'obtenir en justice l'exécution forcée en nature, celle ci pouvant être obtenue sous astreinte.⁸²

Mais il se trouve, de surcroît, que la cession de tels droits sociaux ne correspond pas exactement à une vente de droit commun, l'exécution forcée en nature en étant plus délicate. En effet, elle met directement en cause la société émettrice, et la reconnaissance du cessionnaire comme associé est ainsi subordonnée à son opposabilité à la société et aux tiers par la technique de l'inscription en compte, réalisée au moyen d'un ordre de mouvement signé par le cédant. La seule conclusion de la cession ne permettra donc pas au bénéficiaire de la promesse d'exercer les droits attachés à ces actions pourtant valablement acquises. De plus, l'option levée, la cession de droits sociaux est normalement parfaite. Le transfert de propriété des actions de sociétés non cotées s'effectue depuis l'ordonnance du 24 juin 2004 par l'inscription en compte des actions au compte de l'acquéreur, dans des conditions qui seront fixées par décret, d'où la nécessité supplémentaire d'obtenir l'ordre de mouvement signé de la main du cédant. Cependant, dans l'attente de ce dernier texte, il semble que la cession obéisse toujours aux règles du droit commun de la vente. Le transfert de propriété devrait donc avoir lieu dès la levée de l'option. Malgré tout, dans les promesses envisagées, ce transfert est systématiquement retardé au paiement du prix et à la remise au bénéficiaire de l'ordre de mouvement. L'ordre de mouvement est donc fondamental à ces différents points de vue, et seul le cédant peut *a priori* le signer, ce qui laisse « le cessionnaire à la merci du bon (ou mauvais) vouloir du cédant »⁸³, qui ne remplit pas son obligation de délivrance des titres. La société risque également de retarder ou de refuser l'inscription en compte des cessionnaires, laquelle est nécessaire pour rendre la cession opposable aux tiers, d'autant plus que ce sont les fondateurs qui par hypothèse la dirigent. Comment dès lors obtenir la signature de cette formalité par le cédant et l'inscription en compte par la société ?

Dans tous les pactes, est prévu un mécanisme similaire de gestion de cette formalité. En effet, les textes n'imposent pas de forme particulière concernant l'ordre de mouvement. Ainsi, une substitution de formalités est systématiquement prévue : la notification de la levée de la promesse et le récépissé de la consignation du prix à la Caisse des Dépôts vaudront ordre de mouvement. Pour certains auteurs, « il n'est cependant pas certain que le juge donne effet à cette clause si il estime qu'elle constitue un mode justice privée ». ⁸⁴ En pratique cependant ces clauses

⁸² CA Paris, 21 décembre 2001, Bull. Joly, avril 2002.509, §110, note H. Le Nabasque.

⁸³ F.D. Poitrinal, « L'exécution forcée en nature de promesse de cession d'actions », Bull. Joly Janvier 1995, p21.

⁸⁴ A. Mignon Colombet, « L'exécution forcée en droit des sociétés », sous la direction de Y. Guyon, Economica 2004.

fonctionnent relativement bien et on peut penser que le juge aura plutôt tendance à considérer qu'elle reflète la volonté des parties d'assurer la délivrance forcée des actions. Hors ces mécanismes contractuels, le juge pourra sans doute nommer un séquestre ou un mandataire ad hoc afin qu'il signe l'ordre aux lieu et place du cédant. Sûrement serait il possible aussi de combiner la technique de l'injonction et du jugement valant cession contre consignation du prix : si le cédant ne défère pas à l'injonction, le jugement vaudra ordre de mouvement.

Pour que la société inscrive en compte, l'on conçoit généralement qu'elle soit « la gardienne des engagements du pacte » en y devenant partie. Ainsi, « la simple remise de la notification et du récépissé l'oblige à accepter de passer les écritures sur les registres de mouvement de titres et les comptes individuels d'actionnaires⁸⁵». Le problème réside dans le fait que si les fondateurs s'opposent à cette inscription, par exemple pour défendre un co-fondateur s'étant vu appliquer la clause de bad leaver, seul le recours au juge paraît possible en vue d'une inscription forcée. En effet, l'ordre de mouvement ou la signification de l'article 1690 du Code Civil pourraient être adressés à la société à laquelle la cession serait ainsi opposable mais ceci ne rendrait pas efficace la cession à l'égard des tiers. Ces difficultés nous semblent cependant d'importance mineure, eu égard à celles représentées par la rétractation de la promesse unilatérale de vente avant l'option.

Difficultés d'exécution liées à la promesse unilatérale de vente

Relatif à la promesse unilatérale de vente, l'arrêt du 15 décembre 1993, confirmé maintes fois depuis⁸⁶, a profondément remis en cause son analyse classique en considérant que « tant que les bénéficiaires n'avaient pas déclaré acquérir, l'obligation de la promettante ne constituait qu'une obligation de faire et que la levée d'option, postérieure à la rétractation de la promettante, excluait toute rencontre des volontés réciproques de vendre et d'acquérir ». ⁸⁷Dès lors, l'exclusivité contractuelle consentie au bénéficiaire d'une telle promesse, lorsqu'elle est délibérément violée par un promettant qui se rétracte, ne peut donner lieu à exécution forcée en nature, de simples dommages et intérêts étant octroyés sur le fondement de l'article 1142 du Code Civil. Que penser de cette décision ? Quelles en sont les implications pratiques ?

⁸⁵ Annexe II, IV.

⁸⁶ Notamment, Cass. 3^{ème} Civ., 28 octobre 2003, RDC 2004, 270, obs. D. Mazeaud.

⁸⁷ Cass. 3^{ème} Civ., 15 décembre 1993, D. 1994, 507, note F. Bénac-Schmidt, JCP 95.II.22366, obs. D. Mazeaud, RTD civ. 1994, 588, obs J. Mestre.

Théoriquement

Cette décision, unanimement condamnée par la doctrine⁸⁸ qui y voit l'expression d'une « jurisprudence calamiteuse », paraît fortement contestable à deux points de vue. Il est en effet avancé que l'obligation du promettant constitue une obligation de faire, ce qui justifierait la sanction des dommages et intérêts, l'article 1142 énonçant clairement que « toute obligation de faire ou de ne pas faire se résout en dommages et intérêts, en cas d'inexécution de la part du débiteur ». Peut-on vraiment qualifier l'obligation du promettant d'obligation de faire ? Surtout, faut-il raisonner en termes d'obligation ?

L'obligation de faire suppose effectivement une prestation positive à accomplir de la part du promettant. Celle-ci consisterait en une obligation de maintenir son offre pendant le délai contractuellement prévu. Or, la promesse unilatérale de vente implique plutôt « une situation d'attente du promettant puisque le devenir du contrat préparatoire, et plus encore le sort du contrat promis ou projeté, dépendra de la seule décision prise par le bénéficiaire »⁸⁹ de lever l'option ou non, et éventuellement de la réalisation préalable de certaines conditions suspensives. La vraie question, c'est celle de la force obligatoire du contrat, la promesse étant un contrat valable ayant dû être respecté. En effet, un auteur écrit justement que « le maintien de la promesse concerne l'exécution du contrat : c'est le propre de tout contrat d'être exécuté et ce serait pur artifice que de prendre pour objet d'une obligation de faire cette exécution que l'article 1134 suffit à justifier ».⁹⁰ Le promettant a d'ores et déjà consenti au futur contrat de vente. La rétractation unilatérale du contrat de promesse unilatérale relevant de l'article 1134 alinéa 2, selon lequel « les conventions ne peuvent être révoquées que de leur consentement mutuel », elle devrait être inefficace et permettre au bénéficiaire de lever l'option. Il apparaît donc bien que la Cour de cassation aurait dû viser l'article 1134 du Code civil dans ses décisions, et non l'article 1142. Elle semble ainsi tirer parti du contenu obligationnel du contrat pour en atténuer sa force obligatoire.⁹¹ Pour autant, à considérer que le promettant est bien tenu d'une obligation de faire, l'exécution forcée en nature était-elle réellement inenvisageable ?

Généralement, quelque soit la nature de l'obligation, le droit à l'exécution forcée constitue en droit français le principe, au contraire du droit anglais. L'article 1142 n'a donc vocation à

⁸⁸ A quelques exceptions près : D. Mainguy, M. Fabre-Maignan.

⁸⁹ D. Mazeaud, « Exécution des contrats préparatoires », RDC février 2005, p61.

⁹⁰ F. Collart Dutilleul, « Les contrats préparatoires à la vente d'immeuble », Sirey, 1988, spéc. n°231, cité par D. Mazeaud dans la note précitée au n°88.

⁹¹ P. Ancel, « Force obligatoire et contenu obligationnel du contrat », RTD civ., 1999.771, n°22.

s'appliquer qu'à des cas particuliers. Il est d'ailleurs bien admis que cet article vise seulement à éviter une mesure de contrainte, une atteinte grave à la liberté individuelle : on ne peut obliger un peintre à s'exécuter en nature ! Sa portée est également limitée par les articles 1143, 1144 et 1184 alinéa 2 du Code civil, ainsi que par le nouveau Code de procédure civile qui confie au juge des référés, dans tous les cas où l'existence de l'obligation n'est pas contestable, le pouvoir d'ordonner l'exécution de l'obligation même s'il s'agit d'une obligation de faire. La jurisprudence a d'ailleurs reconnu que la sanction de l'inexécution d'une obligation de faire pouvait consister en une exécution en nature.⁹² L'obstacle à une telle exécution n'existe logiquement qu'en cas d'impossibilité matérielle, juridique ou morale. L'impossibilité juridique suppose qu'un tiers de bonne foi ait acquis le bien malgré l'existence du contrat préparatoire. Les clauses d'inaliénabilité stipulées dans les pactes, et souvent assorties de clauses pénales, ainsi que les clauses de sortie pactée, devraient permettre d'éviter qu'un tel cas de figure se présente. L'impossibilité morale a lieu d'être lorsque la liberté individuelle est atteinte. Les actionnaires ayant librement conclu le contrat de promesse et manifester leur volonté de conclure le contrat de cession de parts sociales envisagé, il est difficile d'imaginer que le fait de leur ordonner de respecter leur engagement soit constitutif d'une atteinte inacceptable à cette liberté. Aucune impossibilité matérielle ne peut non plus être invoquée dans le cas présent. Il semble dès lors souhaitable que le juge puisse ultérieurement constater, malgré une rétractation antérieure, que la vente est formée par la réalisation de la condition et la levée de l'option des bénéficiaires. D'ailleurs, une décision de la Cour d'appel de Paris⁹³ est analysée par certains comme venant en sens contraire de celle de la Cour de cassation de 1993⁹⁴, celle-ci ayant prononcé l'exécution forcée en nature d'une promesse de vente d'actions consentie dans un pacte entre actionnaires. Ce dernier prévoyait une promesse de vente de la participation de chacun des signataires, sous réserve que 51% au moins des actionnaires aient décidé de céder leurs titres. La condition de cette clause de Drag Along étant satisfaite et un actionnaire refusant de s'exécuter, la Cour d'appel prononça l'exécution forcée au motif qu'aucune impossibilité morale, matérielle ou juridique n'existait. On peut cependant s'interroger sur la véritable portée de cette décision. La clause en question prévoyait en effet l'engagement de l'actionnaire de céder au tiers offrant dès que les actionnaires représentant 51% du capital lui notifieraient leur acceptation avant la rétractation. Il semble donc que l'option, à défaut d'avoir été levée par le tiers, l'avait été par les

⁹² Cass. 3^{ème} civ., 20 décembre 1994, somm. Comm., 6, obs. O. Tournafond.

⁹³ CA Paris, 25^{ème} chambre, 21 décembre 2001, Bull. Joly Sociétés 2002 n°110, p109, note H. Le Nabasque.

⁹⁴ Voir note H. Le Nabasque sous CA Paris, 25^{ème} chambre, 21 décembre 2001, Bull. Joly Sociétés 2002 n°110, p109. E. Brochier, « L'exécution nature des pactes entre actionnaires : observations d'un praticien », RDC février 2005, p125

autres actionnaires. De même, il est possible de relever que la chambre commerciale de la Cour de cassation ne s'est toujours pas prononcée sur cette question de la rétractation, ce qui peut laisser encore quelques espoirs relativement à ces promesses situées dans les pactes d'investisseurs. Cette jurisprudence, qui « permet » d'une certaine façon la rétractation de la promesse⁹⁵, très critiquable sur le plan théorique l'est d'autant plus si l'on considère l'aspect pratique des choses.

Pratiquement

L'investisseur bénéficiaire qui voit l'actionnaire promettant se rétracter avant la levée de l'option ne pourra donc que prétendre bénéficier de dommages et intérêts. Mais ces dommages et intérêts lui apparaîtront-ils satisfaisants ? En effet, il est possible de se demander à quel montant celui-ci pourra prétendre, notamment en cas de rétractation d'une promesse de bad leaver. Seule la différence entre la valeur réelle des titres et la valeur à laquelle la vente aurait pu se faire risque de lui être octroyée sur le fondement de cette responsabilité contractuelle. Dans le cadre du Drag Along ou mandat de cession et d'une promesse consentie au tiers, l'investisseur subit un préjudice certain. Il ne pourra réaliser la plus value envisagée en cas d'offre sur l'ensemble des titres, dès lors que l'un des actionnaires se soustrait à sa promesse. Non lié contractuellement, si l'on considère la promesse de façon autonome, ces investisseurs bénéficiaires « de fait »⁹⁶ pourront sans doute se fonder sur le manquement contractuel du promettant afin d'intenter une action en responsabilité délictuelle et d'obtenir réparation de la perte de la plus value envisagée. Mais une telle réparation, pouvant être conséquente, est bien évidemment soumise aux aléas et à la longueur de l'action en justice, à la démonstration d'un dommage certain, direct, indemnisable et prévisible, à la consistance de la surface financière du rétractant... D'autant plus que l'on ne peut pas exclure qu'une simple réparation fondée sur la perte de chance leur soit octroyée. Notre objectif n'est pas de recenser quels fondements et quelles réparations suite à la rétractation de telle promesse seraient susceptibles d'exister, mais bien de montrer que les dommages et intérêts seront rarement satisfaisants pour l'investisseur.⁹⁷ Comme le démontre Denis Mazeaud, « il est douteux que l'exécution par équivalent emporte au profit du bénéficiaire l'équivalent de l'exécution ».⁹⁸ Ainsi, en atteste un arrêt de la Cour d'appel de Paris dans lequel le préjudice du bénéficiaire d'une promesse de vente subi du fait de la rétractation avant la levée de l'option,

⁹⁵ En effet, un droit de rétractation n'existe pas et ce n'est pas ce que consacre la Cour de cassation, qui se prononce seulement sur la sanction de cette inexécution.

⁹⁶ A moins de considérer qu'il ne s'agisse d'une stipulation pour autrui... Voir Partie1, Section2, A.

⁹⁷ En ce sens, Y. Reinhard, « Exécution en nature des pactes d'actionnaires », RDC, février 2005, p115.

⁹⁸ D. Mazeaud, « Exécution des contrats préparatoires », RDC février 2005, p61.

l'ayant contraint à conclure une autre promesse portant sur un bien dont la valeur était de 100000 francs supérieure à celle du bien promis dans la promesse initiale, a été évalué à 50000 francs par les juges du fond.

De plus, les investisseurs ne verront généralement que peu d'intérêts à obtenir une telle exécution par équivalent. D'une part, il leur sera difficile de patienter trop longtemps afin d'obtenir ce qui leur est dû : l'investissement exige une certaine célérité. Surtout, les dommages et intérêts permettront rarement d'atteindre l'objectif envisagé. Si le financier exige la cession des parts, c'est souvent pour des raisons autres que pécuniaires, comme il a pu être constaté lorsque a été envisagé le but poursuivi par la stipulation d'une promesse de good bad leaver. Il ressort de cet état des lieux que ces promesses unilatérales de vente sont devenues des contrats imprévisibles, peu efficaces, dont le régime se rapproche de celui de la simple offre de vente : « le promettant a finalement le pouvoir de dire non, alors que tout l'intérêt des contrats préparatoires est de lui imposer le devoir de dire oui ! ». ⁹⁹ D'où l'évident avantage d'envisager globalement la promesse comme s'insérant dans un pacte, ce qui permettrait peut être de s'abstraire du régime juridique de la promesse (le pacte, contrat unique) ¹⁰⁰ ou peut être d'assouplir ce régime en considérant que la rétractation est impossible quand la promesse constitue un contrat indissociable d'un ensemble plus large (le pacte, contrat cadre). Pour autant, à s'en tenir à l'analyse dissociée qui est la plus probable, la solution est bien de droit positif, et malgré toutes les critiques susceptibles d'être émises, elle nécessite que l'investisseur la prenne en compte. Il conviendra donc de tenter de mettre en place des parades contractuelles.

⁹⁹ Précité, n°65.

¹⁰⁰ La promesse serait alors soit une clause pénale, ou une simple modalité d'exécution d'une obligation (comme pour l'obligation de cession conjointe).

B) Parades contractuelles à la rétractation

La promesse unilatérale de vente doit donc être sécurisée afin de dissuader d'une éventuelle faute contractuelle. Peut être pourrait on même la délaissier et recourir à la promesse synallagmatique.

Sécuriser la promesse unilatérale de vente

Quels mécanismes seraient susceptibles de neutraliser le comportement néfaste de l'investisseur ? Le promettant ayant à sa charge une obligation de faire, une clause pénale pourrait être envisagée pour sanctionner l'inexécution de cette obligation et garantir d'une certaine manière l'irrévocabilité de la promesse. Ainsi, il s'agira donc de forfaitiser la dette de responsabilité contractuelle du promettant. La dimension comminatoire de la clause pénale justifiera son utilisation fréquente dans les pactes d'actionnaires. Il conviendra de s'assurer que l'investisseur ait prévu un montant suffisamment élevé afin que la clause remplisse sa fonction de peine privée contractuelle. Cependant, deux inconvénients majeurs sont inhérents à cette formule. Tout d'abord, l'efficacité de ces clauses tient seulement dans leur caractère dissuasif : elles incitent les parties à respecter leurs engagements et permettront éventuellement au juge saisi de prendre en compte l'intention des parties de conférer un caractère contraignant à leur accord¹⁰¹ mais elles n'aboutiront pas à garantir la pleine exécution des promesses. Surtout, l'efficacité même de cette stipulation contractuelle peut être remise en cause si le juge utilise le pouvoir de révision que lui confère l'article 1152 alinéa 2.

Peut être serait il possible d'envisager également une clause d'astreinte conventionnelle, même si sa nature paraît s'opposer aux dommages et intérêts. Celle-ci contraindrait le promettant à exécuter le contrat par la fixation dès l'inexécution du contrat de sommes à payer par jour de retard. Néanmoins, cette clause est aussi susceptible de révision judiciaire et risque d'être requalifiée en clause pénale.

Plus subtilement, une clause de dédit pourrait remplir le même office que la clause pénale. La rétractation n'engagerait pas la responsabilité de l'actionnaire promettant s'il invoque une clause de dédit stipulé en sa faveur. Cette stipulation est d'autant plus intéressante qu'elle n'est

¹⁰¹ CA Paris, 29 octobre 1999, Bull. Joly, 2000.298, §58, note P. Le Cannu.

pas soumise au pouvoir de modération du juge. Le montant du dédit suffisamment important dissuadera le promettant de se désengager. Cependant, il semble que cette clause puisse être requalifiée en clause pénale si le débiteur réussit à en faire la preuve.¹⁰² De plus, elle ouvre explicitement la possibilité de se rétracter pour le promettant, d'où une certaine appréhension des investisseurs.

Un certain nombre d'auteurs¹⁰³ songent à fixer contractuellement l'irrévocabilité de l'engagement du promettant en écartant purement et simplement l'application de l'article 1142 du Code Civil. Ils considèrent en effet qu'une telle clause serait admissible car ne portant pas sur une règle de protection d'ordre public, et voient donc en l'article 1142 une règle permissive et non impérative. L'un d'entre eux¹⁰⁴ propose même une formule type : « le promettant s'interdit de rétracter son consentement pour quelque cause que ce soit avant la fin de ce délai, la simple levée de l'option par le bénéficiaire pendant ce délai suffisant à former la vente. Au cas où il le ferait, l'exécution forcée de la promesse pourrait être poursuivie et la vente constatée en justice, les parties convenant expressément d'écarter l'article 1142 du Code Civil ». Dans les clauses étudiées, il est toujours stipulé que la promesse est « irrévocable ». Est-ce suffisant pour caractériser la renonciation à l'article 1142 envisagée ? On peut en douter et considérer que le caractère explicite de la renonciation fait défaut. Plus généralement, il est pertinent de s'interroger sur la véritable validité de ces clauses, sur laquelle la jurisprudence ne s'est jamais prononcée.

D'autres techniques que la promesse unilatérale, telles que la cession en blanc ou la cession fiduciaire à titre de garantie des titres ou l'option sur éléments d'actifs, pourraient être avancées mais sont, soit trop juridiquement contestables, soit pratiquement inenvisageables pour que l'on y décèle un quelconque intérêt dans le cadre de cette étude.

Si les stipulations contractuelles exposées s'avéraient mal fonctionnées, l'investisseur pourrait vraisemblablement demander au juge des référés, en application de l'article 873, alinéa du Nouveau Code de Procédure civile, d'ordonner l'exécution de l'obligation de faire, si

¹⁰² A. Mignon Colombet, « L'exécution forcée en droit des sociétés », sous la direction de Y. Guyon, *Economica* 2004.

¹⁰³ E. Brochier, « L'exécution nature des pactes entre actionnaires : observations d'un praticien », *RDC* février 2005, p125. **Précité**, n°75, n°300. D. Mainguy, « L'efficacité de la rétractation de la promesse de contracter », *RTD civ.* 2004, p1, n°27.

¹⁰⁴ J. Huet, « Les principaux contrats spéciaux », *LGDJ*, 2^{ème} éd., *LGDJ*, 2001, n°11508-1, cité par A. Mignon Colombet, « L'exécution forcée en droit des sociétés », sous la direction de Y. Guyon, *Economica* 2004.

l'existence de l'obligation n'est pas sérieusement contestable, ce dont il est permis de douter au vu de la jurisprudence de la Cour de cassation.

La promesse unilatérale de vente semble donc bien fragile à certains points de vue. Pourquoi ne pas envisager la conclusion par l'investisseur et les autres actionnaires de promesses synallagmatiques, ou même de promesses unilatérales croisées ?

Recourir à la promesse synallagmatique

La promesse de vente est dite synallagmatique lorsque l'engagement des parties est réciproque. Les deux parties, promettant et bénéficiaire, se sont engagées à vendre et à acheter. Il n'existe donc pas d'option permettant à ce bénéficiaire de conclure le contrat définitif. Une telle promesse vaut vente, en application de l'article 1589 du Code Civil, lorsque les parties se sont accordées sur la chose et le prix.

Transposée aux clauses étudiées, elle paraît être d'une utilité certaine. Dans le cadre de la clause de good bad leaver, cette promesse synallagmatique ne vaudrait vente que sous les conditions suspensives envisagées. L'exécution du contrat de vente serait donc simplement suspendue à la réalisation d'une des conditions envisagée. La rétractation du fondateur, faute contractuelle, n'empêcherait pas l'investisseur d'obtenir en justice l'exécution forcée de la cession par un jugement valant contrat puisque l'acceptation de la promesse a rendu la cession parfaite, comme ce serait d'ailleurs le cas lorsque la rétractation d'une promesse unilatérale s'est produit après la levée de l'option. Fiscalement, elle échappera comme la promesse unilatérale à la formalité obligatoire de l'enregistrement de l'article 1840A du Code Général des Impôts et au paiement du droit correspondant. L'exigibilité des droits de mutation, qui pour la promesse unilatérale est entraînée par la levée de l'option, n'interviendra ici qu'à la réalisation de la condition.¹⁰⁵ Cette promesse n'est pas plus désavantageuse au niveau fiscal. Cependant, il conviendra de prendre certaines précautions préalables. En effet, lorsque une condition suspensive se réalise, elle a un effet rétroactif et la cession est réputée parfaite dès le jour de sa conclusion. Les parties écarteront donc la rétroactivité de la condition suspensive.¹⁰⁶ Surtout, il semble que la réalisation de la condition oblige l'investisseur à conclure la vente, ce qu'il peut ne pas vouloir au moment venu. De plus, on serait en droit de penser que si la condition de

¹⁰⁵ Article 726 CGI.

¹⁰⁶ Cass. 3^{ème} civ., 19février 1976, Bull. civ. III n°76.

réalisation a trait à la révocation d'un mandataire fondateur, cette « obligation » d'acquérir ferait échec à la libre révocabilité des dirigeants sociaux. En fait, la révocation ne pouvant intervenir que pour faute grave ou réelle et sérieuse, cette liberté n'est sûrement pas entravée.

Ces difficultés paraissent pouvoir être surmontées contractuellement. La Cour de cassation estime qu'une promesse synallagmatique, même si elle vaut vente peut contenir une clause de dédit permettant à l'une ou l'autre des parties de se départir de son engagement.¹⁰⁷ Cette faculté de dédit pourrait être octroyée exclusivement à l'investisseur, d'autant plus que rien n'interdit à une partie de s'engager envers une autre avec une faculté de dédit gratuite.¹⁰⁸ Cet investisseur ne serait donc pas contraint d'acquérir au jour de la réalisation de la condition. Le montage envisagé, permettant de parer à une rétractation du promettant, peut s'enorgueillir d'une forte efficacité. Mais il semble qu'il ne sera pas toujours opportun pour les problématiques autres que celle du good bad leaver. Alors, dans le cadre du Drag along ou du mandat de cession, il conviendra de stipuler cette promesse synallagmatique au profit des investisseurs par exemple, avec faculté de substitution ceci afin d'éviter une double mutation (à l'investisseur puis au tiers offrant), ce qui implique une double taxation.

Peut-être le juge considèrera t-il que les promesses unilatérales de vente contenues dans les pactes sont d'ores et déjà synallagmatiques. En effet, dans des cas particuliers il a estimé qu'une promesse unilatérale s'intégrant dans un ensemble plus large d'obligations contractuelles devait être requalifiée.¹⁰⁹ Par exemple, dans le cadre d'une transaction, les juges du fond ne peuvent pas isoler de son contexte la promesse unilatérale de vente qu'elle peut renfermer. Si la prise en compte du pacte aboutissait à une telle requalification, l'inconvénient résiderait cependant dans le fait qu'aucun dédit à titre gratuit n'aura été préalablement accordé à l'investisseur.

L'insertion de promesses unilatérales croisées d'achat et de vente s'avèrerait quant à elle d'un intérêt moindre. Elle poserait strictement les mêmes problèmes qu'une promesse unilatérale de vente. De plus, leur régime est mal cerné par la jurisprudence et elles sont fréquemment requalifiées en promesse synallagmatique, du fait de la réciprocité qui les caractérisent lorsqu'elles sont consenties sur le même objet dans les mêmes conditions.¹¹⁰

¹⁰⁷ Cass. 1^{ère} civ., 10 janvier 1961 n°58-11.413, Bull. civ. I n°27.

¹⁰⁸ Cass. Com., 30 octobre 2000 n°1789, contrats, conc., consom., 2001 comm., n°21, note L. Leveneur.

¹⁰⁹ « Cession de parts et actions », Mémento expert Francis Lefebvre 2005-2006, n°14180

¹¹⁰ Cass., 3^{ème} civ., 26 juin 2002 n°1127 FS-D.

Ces promesses posent donc certaines difficultés d'exécution. Pour autant, aux dires des investisseurs, elles fonctionnent relativement bien en pratique. D'autant plus qu'elles seront rarement exécutées en tant que telles mais serviront seulement de base à d'âpres discussions. Malgré tout, moins le mécanisme choisi sera juridiquement contestable, plus il permettra de constituer le contractant investisseur en position de force quand il s'assiéra à la table des négociations. Il convient donc de rechercher si le droit des sociétés est susceptible d'offrir des solutions alternatives au pacte d'actionnaires pour réaliser les buts envisagés dans les développements qui ont précédé.

Section 2 : Solutions alternatives au pacte extrastatutaire : les statuts

Cette prospection de solutions différentes de celles contenues dans le pacte, pour réaliser « l'exclusion sanction » d'un fondateur ou l'exclusion en vue de la cession de certains actionnaires nous conduira principalement dans deux directions. Ainsi, le régime des actions de préférence, tel qu'issu de la nouvelle Ordonnance de juin 2004, paraît offrir certaines opportunités à l'investisseur pour parvenir aux buts envisagés. (A)

La constitution d'une Société par Actions Simplifiées semble également être une alternative possible afin de réaliser l'exclusion d'un associé, même si elle semble mal accueillie par les financiers. (B)

A) Les actions de préférence ?

L'ordonnance du 24 juin 2004, portant réforme des valeurs mobilières, est en effet venue instituer une nouvelle catégorie d'actions, les actions de préférence, aux articles L228-11 et suivants du Code de Commerce. Celles-ci viennent ainsi se substituer aux anciennes actions de priorité, actions à dividende prioritaire sans droit de vote et certificats d'investissement qui constituent désormais un ensemble de titres en voie d'extinction. Elles peuvent être émises par toutes les sociétés par actions, et s'insèrent donc naturellement dans le cadre de Sociétés

Anonymes, cotées ou non. Ainsi, « *peuvent être créées des actions de préférence, avec ou sans droit de vote, assorties de droits particuliers de toute nature, à titre temporaire ou permanent* ». ¹¹¹ Ces droits seraient définis et les actions ainsi émises susceptibles d'être converties ou même rachetées sur décision de l'assemblée générale extraordinaire, « *les modalités de rachat et de conversion des actions de préférence pouvant être fixées également dans les statuts* ». ¹¹²

A première vue, de telles actions, créées sur le modèle des « *preferred shares* » du droit américain semblent plutôt s'adresser aux investisseurs, en permettant de leur offrir une rentabilité plus importante, la possibilité de séparer capital et pouvoir, d'exercer un certain contrôle sur les organes de gestion... Mais elles semblent aussi pouvoir constituer pour eux un formidable mécanisme juridique d'une efficacité redoutable, lorsque instituées au profit de fondateurs ou d'actionnaires minoritaires, elles permettraient leur rachat forcé à des conditions prédéterminées par les statuts. Il convient alors de se demander si la possibilité d'instituer des actions « rachetables » ne permettrait pas de faire l'économie de toutes ces clauses d'exclusion déguisée prenant la forme de promesses de vente et retrouvées dans les pactes d'actionnaires, et ainsi de circonscrire toutes les difficultés de rédaction et d'exécution qui en découlent. Surtout, alors que de telles clauses sont rarement mises en oeuvre et constituent plutôt des moyens de négociation, les solutions offertes par les actions de préférence permettraient peut être une mise en oeuvre automatique, évitant aux investisseurs de négocier à nouveau des clauses sur lesquelles ils avaient déjà mis des heures à s'accorder. De plus, la possibilité de prévoir l'exclusion d'associés fondateurs ou minoritaires par le truchement de telles actions insérées dans les statuts de la société résoudrait les problèmes d'opposabilité aux tiers que connaissent actuellement les promesses de vente stipulées dans les pactes. Ainsi, le rachat aux conditions suspensives voulues est-il possible ? Dans l'éventualité d'une réponse positive, quels en seraient les problèmes de mise en oeuvre ? Une alternative au rachat est-elle envisageable, toujours dans le cadre des actions de préférence ?

¹¹¹ L228-11a1 Code de Commerce.

¹¹² L228-12a2 Code de Commerce.

Possibilité du rachat

L'idée serait ainsi de rendre sans objet et sans intérêt toutes les clauses étudiées précédemment et de remplir les objectifs des investisseurs par le seul régime des actions de préférence. En effet, l'article L228-12 énonce clairement les possibilités de rachat ou de conversion de ces actions par l'assemblée générale extraordinaire¹¹³, rachat pouvant même avoir lieu selon les modalités fixées dans les statuts. Ainsi, on prévoirait par exemple que les actions des fondateurs seraient automatiquement rachetées par la société s'ils venaient à démissionner, être licenciés ou révoqués pour faute grave, violer une obligation de non concurrence...dans un certain délai. De même, on envisagerait le rachat en cas d'offre d'un tiers ou d'un actionnaire sur 100% des titres, acceptée par x% d'actionnaires ou par la majorité qualifiée des investisseurs selon les cas. Dès lors que toutes les actions de la catégorie en cause ne seraient pas cédées dans le cadre de l'offre, le rachat interviendrait au prix de l'offre. Que faire si aucune offre n'était proposée ? Dans ce cas, peut être pourrait on prévoir qu'à l'issue d'une procédure de recherche d'un acquéreur définie dans les statuts et menée de bonne foi, le rachat de certaines catégories d'actionnaires devrait intervenir.

Cependant, un **rachat soumis à des conditions suspensives est il envisageable ?**

Il est possible de présenter les choses ainsi : L228-12a2 permettrait de fixer les modalités du rachat dès l'émission (ou la conversion) par une décision d'AGE au vu d'un rapport du commissaire aux comptes. Cette décision pourrait fixer le principe du rachat dans les statuts, rachat pouvant ensuite intervenir à l'initiative de tel organe de la société, prévu dans les statuts. Mais la formule du texte apparaît si large que rien ne semble interdire que « *les modalités du rachat* » consistent en des conditions suspensives qui dicteraient à l'organe réalisant le rachat ses modalités d'intervention : à quel moment intervenir, quel prix... Fixer le principe du rachat, c'est permettre à la société de racheter quand elle le veut en réunissant l'AGE à l'émission. Rien ne semble donc empêcher que les actionnaires eux-mêmes restreignent dès le départ ce pouvoir de rachat par des conditions suspensives, même si l'AGE pourra toujours intervenir à tout moment. Qui peut le plus peut le moins...

¹¹³ Ci après dénommée AGE.

Mais pourrait on créer des actions de préférence, avec les mêmes droits politiques et financiers que les actions ordinaires ayant pour **seul droit particulier un tel rachat à des conditions prédéterminées ?**

Certes, il est vrai que de telles actions auraient en l'occurrence peu d'avantages pour les actionnaires et fondateurs concernés, les contraignant au rachat à certaines conditions. En effet une action dite de préférence peut difficilement apparaître comme ne présentant pas plus d'avantages qu'une action ordinaire. Mais comme le souligne Alain Viandier¹¹⁴, « *il faut se garder de considérer que le mot droits de L228-11 est synonyme d'avantages. Les actions de préférence ne sont pas nécessairement des actions ayant plus de droits, mais seulement des actions assorties de droits différents : c'est l'altérité et non le privilège qui définit l'action de préférence* ». Ainsi, rien ne s'oppose à ce que l'action de préférence ne crée aucun avantage pour les fondateurs et petits actionnaires. L'obstacle à la création d'une telle action réside ailleurs. Juridiquement, le rachat ne semble pas constituer un droit mais plutôt un élément du régime de l'action de préférence. Il suffirait ainsi de prévoir pour toutes les actions ordinaires un rachat dans les statuts pour en faire des actions de préférence, et ainsi simplifier les procédures de réduction de capital.¹¹⁵ Ceci apparaît peu concevable, l'ordonnance n'ayant pas eu pour but de modifier les règles de réductions de capital. On pourrait cependant arguer que ce sont les conditions prédéterminées du rachat qui constitueraient le droit particulier. Mais ici encore, ce serait introduire de façon détournée la possibilité du rachat forcé pour des actions ordinaires et indirectement modifier les règles de réduction du capital.

Le rachat constituant un simple élément du régime, il apparaît donc qu'il faille créer de véritables droits particuliers à côté de celui-ci pour que l'on puisse caractériser une action de préférence. L'obstacle est de taille, tellement il est rare qu'un investisseur en capital-risque consente à des privilèges financiers au profit d'un fondateur ou d'un petit actionnaire, ou qu'un fondateur consente lui-même à réduire ses privilèges financiers ou politiques dans la société. On comprend l'investisseur, qui vient déjà de sortir de sa poche une somme conséquente, mais aussi le fondateur, qui a en général consenti à certains sacrifices pour que cet investissement soit réalisé. Mais on peut tout de même envisager certains droits ne venant pas ruiner les équilibres préétablis pour habiller cette action de préférence, tels qu'un dividende cumulatif, ou même un droit de consultation sur telle décision, ou même certaines obligations qui feraient de ces titres des actions à préférence négative. Ainsi, dans le cadre du capital risque, on pourrait parfaitement

¹¹⁴ A. Viandier, « Les actions de préférence », JCP E 2004, n°1440, p1528.

¹¹⁵ M. Germain, « Les actions de préférence », Revue Sociétés, n°8/2004, p597.

introduire des restrictions telles que l'inaliénabilité des actions pendant une durée déterminée, ou même l'engagement de faire jouer une préférence en cas de cession de titres.¹¹⁶ Mais il semble qu'à côté de telles obligations il faille créer des droits particuliers, tels que l'exige L228-11. Un droit n'est pas en effet une obligation. L'obstacle est donc de taille mais n'est pas insurmontable.

Mais un rachat à de telles conditions est-il envisageable ?

La fixation des modalités de rachat ou de conversion recouvre d'abord l'énoncé des cas dans lesquels le rachat ou la conversion s'opère: événement futur et certain (terme), ou événement futur et incertain (condition). Dans notre hypothèse, des conditions suspensives seraient ainsi prévues, c'est-à-dire que le rachat serait subordonné à la réalisation de l'évènement, réalisation devant parfois même intervenir dans une certaine durée, au-delà de laquelle le rachat ne serait plus possible. Comme le souligne Alain Viandier, cette condition ne doit pas être potestative.¹¹⁷ Schématiquement, aujourd'hui, les juges considèrent que la condition prohibée par l'article 1174 du Code Civil n'est pas seulement celle qui prohibe le défaut d'engagement du débiteur, mais également celle portant sur un événement en son pouvoir, du moins lorsque le créancier est abandonné à l'arbitraire de son cocontractant. Considérant cette définition, on peut estimer que le licenciement, la révocation pour faute ne constituent pas des conditions telles. En effet, si la société révoque le mandataire et peut ainsi procéder au rachat forcé des actions, ce n'est que consécutivement à une faute du mandataire, sur la qualification de laquelle d'ailleurs il faudra s'accorder et, à défaut prévoir la nomination d'un expert.

De même, la condition d'offre du tiers ou d'un actionnaire n'a rien de potestatif, étant donné qu'elle ne dépend ni de l'intervention de la société, ni de celle de l'actionnaire en cause. Cependant, il convient de s'interroger plus particulièrement sur la démission, qui constitue bien un événement dont la réalisation dépend du pouvoir de l'actionnaire en cause. Le risque est bien ici la nullité de la stipulation en cause, fondée sur le droit commun. Si le rachat à conditions prédéterminées est un droit particulier, ce qui ne semble pas être le cas, alors le problème de la condition potestative se pose sûrement. En revanche, le rachat étant plus probablement un élément du régime juridique des actions de préférence, le problème semble se poser avec moins d'acuité. L'ordonnance de 2004 est un texte d'essence libérale, faisant prévaloir avant tout une liberté de principe. Elle autorise la stipulation de rachat dans les statuts et ce sans distinctions ni

¹¹⁶ En ce sens P. Mestre, « La réforme des valeurs mobilières », Rev. Lamy Droit des affaires, Janvier 2005, n°78, 4876.

¹¹⁷ A. Viandier, « Les actions de préférence », JCP E 2004, n°1440

restrictions. C'est ainsi que certains auteurs clament volontiers l'indifférence du fait générateur du rachat. Il semble bien en effet que le rachat puisse être effectué soit sur décision de l'AGE, soit selon les modalités fixées dans les statuts, sans qu'il en soit dit plus. Peut-on alors imaginer soit que la société rachète, ou que l'associé soit racheté à son initiative¹¹⁸ (une controverse existe sur ce point mais il semble que ce type de rachat ne soit pas possible car c'est plus un rachat exclusion dont il serait question ici¹¹⁹), selon les conditions prévues par les statuts, ou même qu'existe une situation intermédiaire où la société rachèterait certains actionnaires de la catégorie en fonction de la réalisation de certaines conditions suspensives comme dans le cas présent ?

Plus que la potestativité¹²⁰, le problème sous jacent à de telles conditions suspensives réside dans le fait que, techniquement, dans le cadre du rachat d'actions prévu par L228-12, ce sont bien des actions qui sont rachetées par la société et non à proprement parler des actionnaires qui en sont exclus. Consentie *intuitu rei* et non *intuitu personae*, la stipulation de rachat fonde normalement une catégorie d'actions.¹²¹ En effet, il est souvent expliqué que le rachat de certaines actions de la catégorie serait une atteinte à l'égalité des actionnaires, possible qu'à l'unanimité des actionnaires de préférence. Surtout, il semble que, comme dans l'ancienne réglementation relative aux actions de priorité dont le rédacteur de l'ordonnance s'est en partie inspiré, le rachat ait vocation à intervenir sur toute une catégorie d'actions de la société. Le rachat ainsi soumis à des conditions aussi subjectives que la démission ou encore la révocation d'un mandataire pour faute déconnecte ainsi le rachat de l'action ou plutôt de la catégorie d'actions, en fondant ce rachat sur des considérations tenant à la personne même d'un actionnaire. Forcément, on aboutit alors à un illogisme total : un fondateur démissionnant provoquerait alors le rachat de toute sa catégorie d'actions, et donc de tous les autres fondateurs ayant respecté leurs engagements, ce qui apparaît totalement inenvisageable et contraire à l'objectif poursuivi par l'investisseur! Finalement, deux alternatives se dessinent alors : décider que le rachat d'actions de préférence ne peut en aucun cas être lié à des considérations tenant à la personne de l'actionnaire car il est lié à la catégorie d'actions et l'hypothèse s'arrête donc là. Ou considérer que pour stipuler de telles conditions suspensives, l'actionnaire en cause doit constituer la catégorie d'actions. Par exemple, en présence de trois fondateurs, il conviendrait alors de créer autant de catégories d'actions, ce qui n'est pas sans poser de nouveaux problèmes, outre les considérations

¹¹⁸ Favorable à un tel rachat, R. Mortier, « Rachats d'actions et actions rachetables », *Revue Sociétés*, 8/2004, p639.

¹¹⁹ M. Germain, « La création et la disparition des actions de préférence », *RD Bancaire*, septembre/octobre 2004, p367.

¹²⁰ Voir discussion, partie I, section 1, A, Conditions suspensives.

¹²¹ R. Mortier, « Rachats d'actions et actions rachetables », *Revue Sociétés*, 8/2004, p639.

pratiques. En effet, on s'accorde généralement à considérer qu'il existe autant de catégories qu'il y a de types d'actions différents. Il faudrait donc élaborer des types d'actions différents pour chaque fondateur, d'où un véritable casse tête juridique. Peut-être, en fonction des rôles et responsabilités de chaque fondateur pourrait on alors leur octroyer des droits particuliers propres...

Il faudrait de surcroît créer une catégorie supplémentaire dans laquelle on regrouperait les petits actionnaires, et où l'on stipulerait à l'émission le rachat sous condition d'offre sur 100% des actions... Le rachat dans ce cas serait bien stipulé *intuitu rei* et porterait bien sur toute la catégorie d'actions, ce qui soulève donc beaucoup moins d'objections.

En considérant que le rachat n'a pas à porter sur la catégorie d'actions car rien n'est prévu dans la loi, une seule catégorie d'actions de fondateurs serait alors possible et un tel rachat totalement envisageable, car la loi serait alors des plus permissives : un tel cas de figure semble alors très hypothétique.

Au vu des difficultés évoquées, d'autres solutions plus conformes juridiquement pourraient sans doute être envisagées. Pourquoi ne pas élaborer, comme envisagé précédemment une catégorie d'actions de préférence par fondateur et s'en remettre à une décision de l'AGE lorsque l'on voudra racheter tel fondateur ? Certains considèrent alors que, du fait de l'article 36 de la deuxième directive européenne du 13 décembre 1976 dont il ressort que le retrait forcé d'actions doit être prescrit ou autorisé par les statuts avant la souscription des actions, le rachat ne pourrait avoir lieu sur simple décision de l'AGE. Soit, mais le texte semble bien dire le contraire. Surtout, la décision serait sans doute très difficile à obtenir, les investisseurs devant représenter dans ce cas 75% des droits de vote à l'AGE ou devoir compter sur d'autres actionnaires, sans doute co-fondateurs... Or ce rachat ne doit pas pouvoir être aléatoire.

On pourrait aussi prévoir le principe du rachat à l'avance, avec mise en œuvre par tel organe de la société. Ici encore, l'objection réside dans le fait que les investisseurs ne sont généralement pas majoritaires au conseil d'administration, ni au directoire et au conseil de surveillance, ceci pour des questions de responsabilité. L'effectivité d'un rachat des actions d'un dirigeant démissionnaire ne sera donc jamais garantie. La stipulation d'un tel rachat soulève, on le voit bien, de nombreuses difficultés quant son existence possible...et bien d'autres quant à sa mise en œuvre

Difficultés de mise en œuvre

En premier lieu, il apparaît que la création de ces actions de préférence devra s'effectuer au moyen de la **conversion d'actions ordinaires en actions de préférence**. Par hypothèse, la société est déjà créée et les actionnaires fondateurs disposent d'actions ordinaires lorsque les investisseurs viennent apporter de l'argent frais. Cette conversion semble être prévue par l'article L 228-15a2, qui impose, pour empêcher tout conflit d'intérêts que les actionnaires en bénéficiant ne prennent pas part au vote, à peine de nullité de la délibération, « *à moins que l'ensemble des actions ne fasse l'objet d'une conversion en actions de préférence* ». Cette conversion sera décidée en AGE, et il semble que tous les actionnaires aient ici vocation à participer à la décision, l'ensemble des actions existantes devant être converties. L'AGE modifiera les statuts pour y inclure la préférence ainsi que le rachat et ses conditions d'intervention. Il faudra veiller à créer des catégories d'actions différentes selon le nombre des fondateurs si l'on tient compte des remarques précédentes. De plus, sera déterminé l'organe constatant la réalisation des conditions et mettant en œuvre le rachat.

Le rachat réalise bien évidemment une exclusion. Mais alors que penser des garanties généralement accordées par la jurisprudence à l'associé exclu, telles que le respect des droits de la défense ? Le **régime de l'exclusion a-t-il vocation à s'appliquer** ? Généralement, on répond par la négative. En effet, les garanties précitées, telles que le contradictoire ou encore la nécessité de raisons objectives ont pour unique objet d'éviter toute discrimination sur la base de critères subjectifs. Or, une telle discrimination ne peut exister si les statuts prévoient qu'en cas de déclenchement du rachat forcé d'une catégorie d'actions par la société, celle-ci a l'obligation de racheter l'intégralité des titres de cette catégorie. Le problème est bien que justement, dans le cas présent, on a considéré que l'actionnaire représente une catégorie, et qu'il peut être racheté dès lors qu'il est révoqué pour faute par exemple. Dès lors, on ouvre la voie à une discrimination sur la base de critères subjectifs, permettant de contourner le régime de l'exclusion. Alors, peut être convient-il d'élaborer une ébauche de droits de la défense, notamment pour vérifier la qualification de la faute... Ici encore, on voit bien réapparaître l'interrogation sous jacente à ce montage : respecte-t-on véritablement l'esprit de la loi en rattachant le rachat d'une catégorie d'actions à des considérations liées à la personne de l'actionnaire ? Car de ce seul fait, on évite le régime de l'exclusion, qui pourrait s'avérer ici très problématique (notamment le prix). Pourtant, on peut estimer que le régime du rachat dans les actions de préférence crée une règle originale, autonome, autorisant à déroger à toutes ces garanties. D'ailleurs, rien n'empêche qu'un

actionnaire, devenu gênant, représentant une catégorie d'actions de préférence dont le principe du rachat figure dans les statuts, soit ainsi contraint de céder ses titres sur simple décision du Conseil d'Administration. Une exclusion sera bien réalisée, sans que les garanties aient vocation à jouer. Mais il est vrai que dans ce cas les raisons aboutissant à l'exclusion n'auront pas été explicitement transcrites dans les statuts, ne laissant pas transparaître que l'on est face à une véritable exclusion d'un actionnaire. La question est donc posée.

A quel prix les actions seront rachetées ? En effet, on s'efforcera de prévoir dans les statuts les modalités de rachat, et notamment le prix. Rien ne s'oppose, en principe, à ce que les statuts fixent dès le départ un prix de rachat fixe, d'ores et déjà déterminé, tout comme un prix de rachat déterminable. Comme il a été dit précédemment, les investisseurs tendent à fixer un prix de rachat très faible, dissuadant les fondateurs d'un départ anticipé. Ainsi, un prix de rachat à la valeur nominale serait ici inenvisageable, du fait de la prohibition des clauses léonines. Vraisemblablement, il serait tout de même possible de prévoir des prix à 20%, 50% de la valeur de marché selon la date du fait générateur du rachat, ce qui peut tout de même représenter une somme conséquente.

Appliquera t-on la **procédure des avantages particuliers** ?

L'article L228-15 prévoit « *que la création de ces actions donne lieu à l'application de la procédure aux avantages particuliers lorsque les actions sont émises au profit d'un ou de plusieurs actionnaires nommément désignés* », sans aucune distinction. Pourtant, y a-t-il vraiment avantage lorsque l'action comporte une préférence négative ? Le texte n'apportant pas vraiment de réponse, on appliquera la procédure par précaution. De plus, L 228-15 parle d'actions émises. Dès lors, peut on considérer que la procédure ne s'applique pas pour des actions issues d'une conversion ? A notre avis, la procédure doit aussi s'appliquer dans cette hypothèse lorsque les actions octroyées suite à la conversion le seront au profit de bénéficiaires déterminés, ce qui constitue un obstacle de plus, étant donné la longueur et le coût de la procédure. En sus du rapport du commissaire aux comptes, il faudra celui du commissaire aux avantages particuliers. En plus, si le deuxième tour de table intervient peu après, il faudra changer de commissaire aux avantages particuliers, en raison des incompatibilités prévues par L228-15.¹²²

Qu'en est-il **du droit d'opposition des créanciers**, prévue à l'article L225-205 ?

¹²² M. Germain, « La création et la disparition des actions de préférence », RD Bancaire, septembre/octobre 2004, p367.

Le rachat d'actions de préférence oblige-il la société à les annuler ? Le code de commerce prévoit expressément les cas de rachat n'aboutissant pas à une réduction, comme c'est le cas du rachat d'actions en vue de l'attribution aux salariés. L'ordonnance de 2004 n'a, sur ce point, pas prévu quel serait le sort des actions de préférence consécutivement à leur rachat, et ce rachat n'est pas cité par L225-206. De ce silence, il convient de déduire que les actions ne peuvent être rachetées en vertu de L228-12 qu'en vue d'une réduction de capital. Le point est important étant donné qu'il ne sera pas possible de ré attribuer ces actions à un nouvel entrant, ce qui peut donc gêner l'investisseur. Les actions rachetées seront ainsi annulées. Une réduction de capital ayant lieu, les créanciers ont sans aucun doute le droit de s'y opposer. Pourtant, selon Alain Viandier¹²³, le droit d'opposition n'a pas à jouer dans ce cas. Il distingue en effet les opérations de réduction du capital stricto sensu des opérations de réduction du capital consécutives à quelque chose, comme par exemple la réduction de capital consécutive à un refus d'agrément. Ainsi, la réduction de capital consécutive au rachat des actions de préférence entrerait dans cette seconde hypothèse. Cependant, il semble qu'il n'y ait pas de base évidente, de fondement à cette idée. Surtout, comment dénier ce droit d'opposition dès lors que la catégorie à racheter peut représenter 30, 40% du capital social ? Ainsi, ce rachat réduction entraîne logiquement le droit d'opposition des créanciers. Mais quand doit-il intervenir ? A première vue, il paraît devoir intervenir lors de la mise en œuvre du rachat. Mais se pose alors un petit problème technique. En effet, L225-105 énonce clairement que, suite à la décision d'AGE, les créanciers peuvent former opposition. Le souci est que, par hypothèse, l'AGE s'est tenue lors de l'émission ou de la création des actions de préférence, et la mise en œuvre du rachat interviendra beaucoup plus tard. Il semble donc convenable d'estimer que ce droit d'opposition doit s'exercer suite à la tenue de cette assemblée, soit au moment de la création des actions de préférence et de la stipulation de rachat. Il semble donc utile que les créanciers puissent faire connaître leur position sur ce qui va leur arriver. Quant aux créanciers postérieurs, ils demeurent protégés car sont alertés par les statuts qu'une réduction de capital est annoncée dans le futur.

Enfin, la multiplication des catégories d'actions semble pouvoir poser de sérieux problèmes aux investisseurs. En effet, il est admis l'existence **d'assemblées spéciales** des actionnaires de préférence. Chaque catégorie d'action dispose de son assemblée spéciale. Or, selon l'article L225-99, « *la décision d'une assemblée générale de modifier les droits relatifs à une catégorie d'actions n'est définitive qu'après approbation par l'assemblée spéciale des actionnaires de cette*

¹²³ A. Viandier, « Les actions de préférence », JCP E 2004, n°1440

catégorie ». L'assemblée doit ainsi intervenir, logiquement, en cas de disparition d'une catégorie d'actions. Est-ce à dire qu'un fondateur représentant à lui seul une catégorie d'actions disposera d'un véritable droit de veto sur une décision de mise en œuvre du rachat. Ou peut-on considérer que l'accord de l'assemblée spéciale peut aussi figurer dans les statuts et donc constituer une des modalités du rachat ? L'autre risque, c'est que l'actionnaire représentant la catégorie spéciale constitue un véritable contrepouvoir par la suite, pouvant ainsi s'opposer à toutes modifications de ses droits, lors d'un second tour de table par exemple.

Une procédure lourde est donc à prévoir. Au-delà, certains problèmes purement pratiques risquent de se poser quant au montage envisagé. Bien évidemment, pour qu'un tel rachat, susceptible d'intervenir à tout moment dès lors que le fait générateur est réalisé, soit envisageable, il est nécessaire que la société dispose en permanence de liquidités suffisantes pour acquitter le prix des titres. Surtout, l'investisseur risque de se heurter à des difficultés conséquentes. En effet, si le rachat de ces actionnaires intervient par l'intermédiaire de la société, tous les actionnaires en profiteront et se relueront proportionnellement à leur participation dès lors que ce rachat n'intervient pas à la valeur réelle. La promesse de *good bad leaver* permettait quant à elle que la cession à bas prix ne profite qu'à l'investisseur. Dès lors, une question fondamentale se pose. Jusque là il a seulement été envisagé un rachat par la société. Mais pourrait-on décider que ce rachat intervienne au profit de certains actionnaires ? La question est soulevée. On peut tout de même se demander si le principe d'égalité des actionnaires n'interdirait pas de telles hypothèses ou, du moins, si l'on considérait le rachat par les actionnaires admissible, n'obligerait à offrir à chacun la possibilité d'acquérir. De plus, lorsque l'article L228-12 envisage le rachat sur décision de l'AGE, il semble que ce ne soit que dans le seul optique d'un rachat par la société. D'ailleurs, le rachat en droit des sociétés n'est envisagé généralement qu'avec l'idée du rachat par la société de ses **propres** actions.¹²⁴ Ceci paraît logique puisque le rachat, au sens commun du terme, signifie « acquérir à nouveau ». Il est compréhensible dans cette perspective qu'une société achète à nouveau les titres qu'elle a elle-même émis. Mais on ne voit pas en quoi un investisseur « rachèterait » les actions d'un autre actionnaire. Il nous semble donc peu probable que l'on puisse trouver une issue positive à cette question. De manière proche, peut-on envisager que la société puisse se substituer un actionnaire ou un tiers par exemple dans le cadre du *Drag Along* ? Les mêmes arguments peuvent vraisemblablement être avancés. Malgré tout, il est loisible de penser que comme pour un grand nombre de questions qui se posent relativement à ce

¹²⁴ Voir L225-206 Code de Commerce.

régime des actions de préférence, toutes les réponses résideront dans le sens que l'on donnera dans le futur à ce terme de « modalités ». Enfin, il semble qu'un rachat automatique du seul fait de la réalisation de la condition posera aussi problème à l'investisseur. Comment aménager une possibilité de repentir sur laquelle ces investisseurs pourraient avoir un certain pouvoir ? Peut être pourrait on prévoir un rachat aux conditions suspensives envisagées elles mêmes assorties d'une condition suspensive de « non repentir » des investisseurs. Mais il semble qu'ici encore, le principe de l'égalité entre actionnaires peut être mis en cause.

Le rachat aux conditions prévues, à considérer qu'il est possible, n'est donc pas une solution parfaite et peut même présenter de très gros inconvénients pour l'investisseur selon l'interprétation que l'on en fait. Surtout, beaucoup trop de questions restent en suspens pour que l'investisseur se risque à délaisser ses techniques classiques. Les actions de préférence peuvent elles apporter d'autres solutions que celle du rachat ?

Solution alternative au rachat, dans le cadre des actions de préférence

Il apparaîtrait possible aussi de se départir de la problématique du rachat. Ainsi, on pourrait créer une catégorie d'actions de préférence « fondateurs », assorties d'obligations particulières, comme l'autorise le rapport au Président de la République (même s'il n'a aucune force obligatoire) : engagement de non concurrence, d'exclusivité, engagement d'inaliénabilité, engagement de cession lors de la réalisation de certains événements tels que le licenciement pour faute, la démission de ses fonctions de salarié et de mandataire et même la violation des obligations stipulées précédemment. Se pose alors le problème de la sanction de l'irrespect des engagements souscrits. Peut être pourrait on prévoir qu'en cas de non respect des engagements pris, le droit de vote serait alors supprimé. En effet, l'article L228-11 prévoit que le droit de vote peut être aménagé pour une durée déterminée ou déterminable, suspendu, voire supprimé. Ici, le droit de vote serait aménagé pour une durée déterminée correspondant à celle des engagements pris, dans le sens où l'action ne disposerait d'un droit de vote plein et entier qu'autant que les obligations auxquelles il est subordonné soient respectées. Mais il serait de surcroît supprimé en cas de violation des engagements pris. Au terme des engagements pris, dès lors qu'ils auraient été respectés, serait prévue également la conversion en actions ordinaires. Parallèlement, on prévoirait le rachat sous condition d'offre pendant une certaine durée... si un tel rachat est

possible. Plus sûrement, on pourrait stipuler un engagement de céder lorsqu'une telle offre serait proposée.

Ainsi, le fondateur démissionnaire, s'il se refusait à céder aux conditions prévues se verrait priver de son pouvoir de nuisance dans la société. De plus, il est permis de penser que la perspective de disposer d'actions privées du droit de vote serait dissuasive, en raison de la difficulté de céder de telles actions (ceci pour autant que l'engagement de cession ne soit pas pris à des conditions trop défavorables). Reste à savoir si une telle action est bien « *assortie de droits particuliers...* ». Nous pouvons l'envisager, dès lors qu'un tel aménagement du droit de vote aboutissant à son maintien ou à sa suppression serait impossible en présence d'actions ordinaires. En effet, le droit de vote est bien un droit fondamental de l'actionnaire, d'ordre public. Seul le régime des actions de préférence permettrait de déroger à cet ordre public.

En présence de telles actions, une nouvelle question se pose. L'article L228-11 alinéa3 dispose que « *les actions de préférence sans droit de vote ne peuvent représenter plus de la moitié du capital social...* ». Cet article vise à éviter un trop grand décalage entre capital et pouvoir en instaurant un plafond d'actions sans droit de vote. La sanction consiste en la nullité (possible) de l'émission. Ainsi, les actions de préférence ainsi créées, potentiellement sans droit de vote, doivent elles être comptabilisées dans le plafond ? L'enjeu est de taille, car suite à un premier tour de table, les fondateurs restent souvent, avec les actionnaires initiaux, majoritaires dans la société. D'un côté, si tout se passe bien, les actions ne seront jamais privées de droits de vote. De l'autre, si tout va mal, on aboutira alors à des actions sans droit de vote représentant plus de la moitié du capital social. Certains auteurs préconisent alors de calculer le plafond non sur la globalité de la société mais par décision. L'inconvénient est que la sanction réside en cas de dépassement dans la nullité de l'émission, et non de la décision. L'ordonnance semble donc bien écarter cette interprétation. Que décider ? L'incertitude règne. Nous pouvons d'abord considérer que le plafond ne concerne que les actions qui sont dépourvues de droits de vote dès le départ et non celles dont le droit de vote est aménagé, ou potentiellement sans droits de vote. Dans ce cas, une telle création semble possible. Il est possible aussi de considérer que, au vu de cette incertitude, il convient de comptabiliser par précaution toutes les actions dont le droit de vote est supprimé, ou aménagé. Dans ce cas, le schéma envisagé tombe. Pour le rattraper au vol, pourquoi ne pas arguer que le texte ne prévoit que la nullité possible de l'émission, et non de la conversion. En effet, la nullité d'un acte modifiant les statuts, selon L235-2 « *ne peut résulter que d'une*

disposition expresse du présent Livre ». La nullité de la conversion aboutissant à un dépassement du plafond n'est pas expressément prévue par les statuts.

En définitive, il apparaît donc bien que le régime des actions de préférence puisse constituer une solution pour permettre la sortie forcée des fondateurs ou petits actionnaires ou du moins le respect du projet qu'ont normalement en commun fondateurs et investisseurs. Cependant, ces solutions soulèvent trop d'interrogations quant à leur possibilité véritable, leur lourdeur ou encore leur opportunité pour que les investisseurs puissent dès aujourd'hui les adopter. En effet, la mise en œuvre automatique du rachat envisagé risque d'aboutir à des contentieux, ce que ne souhaitent pas les investisseurs. Certes, les clauses des pactes ne sont pas parfaites. Cependant, elles sont rarement mises en œuvre et aboutissent le plus souvent à ce qu'il y ait négociations entre conseils. Dès lors, le risque de contentieux est moindre. Les pactes ont donc peut être encore de beaux jours devant eux. A moins que la SAS constitue une solution sans failles !

B) La Société par Actions Simplifiées ?

Depuis la loi du 3 juillet 1999 qui a ouvert le régime des SAS, les statuts semblent désormais pouvoir contenir de multiples clauses qui étaient jusqu'alors localisées dans des pactes extrastatutaires (comme par exemple les clauses d'inaliénabilité des actions, d'agrément en cas de cession d'actions même entre associés, d'exclusion d'un associé par le rachat de ses titres,...). Le cadre institué par la loi laisse en effet une grande souplesse aux associés qui ont la faculté de déterminer eux-mêmes, au sein des statuts, l'organisation du processus de prise de décision, ainsi que les règles d'organisation et de fonctionnement de la société. Certains commentateurs avaient alors annoncé la disparition des pactes d'actionnaires extrastatutaires au profit de pactes d'actionnaires statutaires, la SAS étant en effet caractéristique d'une grande liberté contractuelle. En réalité, l'étude des pactes extrastatutaires (qui existent encore !) dans le capital-risque permet de constater que cette voie n'a pas été suivie. Généralement, les investissements effectués se font dans le cadre de SA. Plus surprenant, lorsque la société a été constituée dès le départ sous forme de SAS, les investisseurs exigent généralement préalablement à leur apport la transformation de cette SAS en SA. Notre propos ne consiste pas ici à établir la liste exhaustive des raisons expliquant le peu d'entrain des capital risqueurs pour cette forme juridique de société. Il consiste plutôt à démontrer comment le régime juridique de la SAS paraît adapté pour résoudre les

problèmes juridiques soulevés dans le cadre de cette étude. Cependant, il est possible de citer les principales raisons, sources de cette répulsion.

Causes principales de répulsion

Même si, a priori, il peut s'avérer préférable de recourir à des dispositions statutaires plutôt que conventionnelles, l'intégration de certaines dispositions dans les statuts de la société peut s'avérer problématique. En effet, les statuts d'une société constituent un document public, consultable par tout un chacun sur simple demande formulée auprès du greffe du tribunal de commerce du ressort du siège social. Or, les pactes entre actionnaires contiennent généralement des dispositions que les parties souhaitent conserver secrètes, ou tout au moins discrètes, et stipulent fréquemment une clause de confidentialité. Malgré tout, rien n'empêcherait de continuer à intégrer les dispositions que l'on souhaite rester confidentielles au sein de pactes entre associés. De plus, un pacte entre actionnaires peut ne pas impliquer l'ensemble des actionnaires d'une société, les parties à l'accord ne souhaitant pas nécessairement que d'autres actionnaires soient informés d'accords spécifiques à un groupe d'associés. Une telle possibilité s'avère tout à fait impossible à organiser au sein des statuts de la SAS, dont les dispositions s'appliquent, par hypothèse, à tous les associés.

Ensuite, l'interdiction pour les titres d'une SAS d'être inscrits à un marché réglementé est d'ordre public. Elle implique donc l'obligation, dans l'hypothèse où il serait souhaité de procéder à la mise sur un marché réglementé des titres de la société, de procéder au préalable à sa transformation en une société d'une autre forme, de type société anonyme, dont les titres peuvent être cotés. Ce principe posé par le législateur est une conséquence de la grande souplesse accordée à la SAS : en effet, l'information et la protection des tiers investisseurs en bourse, et notamment les particuliers, ne sont guère compatibles avec une forme sociétaire dont les statuts seront habituellement rédigés sur mesure. La portée pratique de cette interdiction a cependant été atténuée par les dispositions de la loi du 15 mai 2001 sur les nouvelles régulations économiques qui a supprimé les conditions préalables que la loi précédente exigeait pour la transformation, à savoir l'obligation pour cette société d'avoir établi deux bilans approuvés par les associés et d'exister depuis au moins deux ans. Enfin, il convient de rappeler que la transformation d'une SAS en société d'une autre forme doit être décidée à l'unanimité des associés, à moins que les clauses statutaires dont la modification requiert l'unanimité puissent subsister sans modification

sous la nouvelle forme sociétaire. L'investisseur, pour qui l'introduction sur un marché réglementé représente tout de même un véritable aboutissement, verra donc d'un mauvais œil ces complications.

Surtout, la réforme est encore récente, et cette forme sociétaire, en l'absence de décisions de jurisprudence, peut être source de nombreuses incertitudes juridiques, corollaires de sa grande souplesse et de son faible encadrement par la loi. Souvent, la liberté totale d'organisation de la société les effraient, ne leur garantissant pas par exemple la quasi immunité au niveau de la responsabilité qu'ils peuvent trouver dans le cadre de la SA, dans le cadre du Conseil de Surveillance.

Ensuite, les investisseurs voient dans cette forme juridique la source de trop grandes difficultés matérielles. La SAS étant par nature contractuelle, il n'existe donc pas de format standard. Dès lors, pour l'investisseur participant au développement de 40, 50 sociétés, il est beaucoup trop complexe de gérer un portefeuille ne contenant que des SAS. En effets, les délais de convocation, de tenue des assemblées pourront différer variablement d'une société à l'autre.

En dernier lieu, les étrangers et particulièrement les américains ne reconnaissent pas ce type de société très ou trop contractuelle, d'où la nécessité pour la société de revenir à la forme classique de Société Anonyme si elle souhaite acquérir une dimension plus internationale.

Une clause d'exclusion efficace

Cependant, il convient d'admettre que la SAS a permis d'insérer dans les statuts des clauses dont la validité ou l'efficacité est généralement discutée. Notamment et surtout, il est permis d'introduire dans les statuts une clause d'exclusion, semblant par là même pouvoir résoudre les difficultés relatives aux clauses étudiées précédemment : Drag along, mandat de cession, buy or sell, ainsi que les clauses de good/bad leaver. L'article L227-15 dispose : « *Dans les conditions qu'ils déterminent, les statuts peuvent prévoir qu'un associé peut être tenu de céder ses actions. Ils peuvent également prévoir la suspension des droits non pécuniaires de cet associé tant que celui-ci n'a pas procédé à cette cession.* » Le texte ne parle donc pas à proprement parler d'exclusion, mais plutôt de cession forcée, ce qui permet sans doute d'éviter d'attribuer à

l'associé sa part dans le capital et les réserves de la société.¹²⁵ Conformément à l'article L227-20, cette clause ne pourra être adoptée ou modifiée qu'à l'unanimité des associés.

Les motifs

Les statuts devront déterminer à quels motifs l'exclusion interviendra. Il semble bien que même si l'associé n'a commis aucune faute, il puisse être exclu de la société selon des motifs prédéterminés. La caractéristique première de ce régime réside dans sa grande liberté. Ainsi, prévoir que les associés dirigeants fondateurs seront tenus de céder leurs actions en cas de démission, révocation pour faute...paraît ne soulever aucune objection. Les associés pourraient aussi être tenus de céder leurs actions en cas d'offre d'un actionnaire ou d'un tiers, acceptée par x% d'associés et refusée par les actionnaires en cause. Beaucoup de combinaisons sont donc envisageables.

La procédure

Il semble qu'il faille prévoir quel organe sera tenu de constater la réalisation de l'évènement et de mettre en œuvre la cession forcée. Rien ne s'oppose à ce que cette exclusion puisse être décidée par un groupe d'associés. Les investisseurs pourraient donc constituer « l'organe » chargé de mettre en œuvre cette exclusion. L'actionnaire exclu doit cependant être mis en mesure d'obtenir de l'assemblée l'information à laquelle il a droit et de s'exprimer.¹²⁶ Les droits de la défense devront donc être assurés.

Les bénéficiaires

Les bénéficiaires de la cession forcée peuvent être prédéterminés : associés, la société elle-même, ou même un tiers déterminé ou déterminable. Ainsi, il sera possible de prévoir que les actions des fondateurs défaillants seront cédées au « groupe d'associés investisseurs et fondateurs non défaillants », et que les actions des associés ayant refusé l'offre d'un tiers pourtant acceptée par une majorité d'actionnaires seront tenus de céder directement au tiers en cause. De plus, lorsque les actions sont rachetées par la société, celle-ci doit les annuler ou les céder dans un délai de six mois, par exemple à un nouveau dirigeant entrant.

¹²⁵ M. Germain, « La société par actions simplifiée », JCP 1994, Ed. E, n°11, p153

¹²⁶ Cass. com. 7 juillet 1992, Bull. Joly 1992, p1100.

Le prix

Concernant le prix des actions, L227-18 en prévoit les modalités de fixation. L'idée première est la liberté : on pourra donc prévoir dans les statuts un prix de cession fixé par avance, et transposer les clauses de prix actuellement en cours dans les pactes, sous réserve de la prohibition des clauses léonines. A défaut de stipulation dans les statuts, le prix sera fixé par accord entre les parties et à défaut, par recours à un expert dans les conditions prévues à l'article 1843-4.

Les garanties

Ainsi insérée dans les statuts, les clauses bénéficient d'une grande force. Ainsi, elles sont opposables à tous les associés, actuels et futurs. Elles sont aussi directement opposables à la société, objet du pacte elle-même. Enfin elles sont, dans une certaine mesure, opposables aux tiers. D'ailleurs, la sanction de cessions effectuées en violation de clauses statutaires consiste en la nullité. Ainsi en est-il de la cession effectuée en violation d'une clause d'inaliénabilité, d'où un avantage conséquent pour les investisseurs. Enfin, les statuts peuvent prévoir la suspension des droits de vote de l'associé par exemple, s'il refuse de réaliser la cession forcée, permettant alors d'infliger une véritable peine privée à l'associé récalcitrant. De plus, il serait permis, selon Jean-Jacques Daigre¹²⁷, d'autoriser le président de la SAS à remettre un ordre de mouvement dans un délai raisonnable pour que la société puisse procéder aux formalités nécessitées par le transfert. A défaut d'une telle clause, ce sera au juge d'ordonner le transfert.

Une critique semble cependant grever ce régime : l'unanimité requise pour la modification de ces clauses, ce qui apparaît très protecteur mais en même temps plutôt rigoriste.

La clause d'exclusion, partie intégrante du régime de la SAS, paraît donc particulièrement attrayante pour condenser et donner plus d'efficacité et de force aux clauses d'exclusion, plus ou moins déguisées, dont les pactes recèlent. Cependant, comme bien souvent et en toute logique, c'est le cadre d'ensemble et non la solution particulière qui va guider le choix vers tel régime, forme, outil juridique. Ainsi, il apparaît clairement que la SAS bénéficie d'une bien mauvaise image auprès des investisseurs en capital risque, soit celle d'un outil de non sécurité juridique. Or, par l'insertion de cette clause d'exclusion, la sécurité juridique des investisseurs apparaît

¹²⁷ J.J. Daigre, « Clauses d'exclusion dans les sociétés anonymes non cotées », Actes pratiques, janvier février 1999, p5.

renforcée. Il conviendrait donc de confronter les autres aspects des pactes d'investisseurs avec le régime juridique de la SAS pour vérifier si ces craintes, sont réellement fondées.

Conclusion Partie 2

Les clauses étudiées ne sont certes pas parfaites : la recherche constante de la solution la plus juridiquement adéquate nous en fait bien la démonstration. Tout mécanisme a ses failles, l'important est qu'il en ait le moins possible. Or, il semble bien aujourd'hui que ce sont les clauses retrouvées dans les pactes qui se trouvent les plus efficaces pour réaliser les buts envisagés, d'autant plus qu'elles sont susceptibles d'être optimisées, toujours par la voie contractuelle. Si les actions de préférence pourraient bien être porteuses d'un avenir lumineux pour des investisseurs friands des mécanismes financiers les plus complexes, elles méritent cependant d'être appréciées avec la plus grande précaution, voire même une grande méfiance dans le sens où il a été envisagé de les mettre en œuvre. Il existe en effet trop d'incertitudes pour que l'investisseur se risque à développer une stratégie de gestion de ses relations avec les autres actionnaires sur leur simple base. La SAS, quant à elle offre certes des solutions pouvant répondre parfaitement à la problématique envisagée mais souffre cependant d'un fort déficit de confiance de ces investisseurs et d'une « surcontractualisation » qui selon eux qui conduirait à certes à gagner en efficacité sur certains points mais à en perdre en bien d'autres. Si le droit des sociétés tend à devenir de plus en plus flexible, il ne répond pas encore parfaitement à certains besoins issus du monde des affaires qui ne peuvent dès lors trouver satisfaction que dans le droit des contrats.

Conclusion générale

L'ensemble des clauses étudiées, on l'a bien compris, sont absolument nécessaires à l'investisseur pour qu'il puisse exercer sa profession. Sans elles, l'investissement n'aurait pas eu lieu et n'aurait d'ailleurs pas lieu d'être. A quoi bon injecter des fonds dans une société qui n'en est qu'à son éclosion si la suite des événements était commandée par le bon (ou mauvais) vouloir de dirigeants avenants au moment des négociations initiales mais peu scrupuleux à l'heure de la tenue de leurs engagements ? A quoi bon prendre des risques financiers importants si le juste retour d'un investissement ayant porté ses fruits était soumis à la volonté d'une poignée de minoritaires réfractaires à une cession globale ?

Il apparaît donc impératif que l'encadrement des volontés initiales soit réalisé au moyen de mécanismes sûrs et contraignants. Articulées autour de mécanismes purement contractuels et s'insérant dans un pacte, ces clauses réalisant une exclusion déguisée mais nécessaire d'associés ne doivent donc pas se trouver paralysées par des règles issues du droit des sociétés inspirées par l'idée d'une société où se retrouveraient des actionnaires en tous points égalitaires. Ainsi, il apparaît que le régime de l'exclusion sociétaire ne doit pas venir perturber les équilibres logiquement préétablis, de même que la prohibition des clauses léonines ne devrait pas venir s'intéresser à des promesses dont le but n'est pas de s'accaparer le profit ou de s'exonérer des pertes mais simplement de se prémunir contre un manquement à la parole donnée (de développer la société, de céder ses titres au moment envisagé). D'ailleurs, pas plus le droit des contrats ne devrait-il interférer et venir ruiner l'économie de promesses ou de ventes qui ne devaient pas s'analyser telles quelles mais comme remplissant certains buts prédéfinis dans une toile complexe de relations auxquels des dommages et intérêts par exemple ne donneraient aucune satisfaction. Il semble donc nécessaire, au vu de ces remarques, de suivre une voie d'analyse globale sans laquelle droit et réalité des affaires s'opposeraient diamétralement.

Si le droit des sociétés doit s'interdire de paralyser ces clauses, il est possible aussi de penser qu'il devra permettre dans l'avenir d'apporter des solutions satisfaisantes à des pratiques économiques qui devraient plus avoir vocation à se réaliser en son sein qu'au travers du droit des contrats. L'institution de la SAS, véritable exaltation de la liberté contractuelle en droit des sociétés, ainsi que celle des actions de préférence qui semble poser une grande liberté de principe,

sont autant d'illustrations qui nous poussent à croire que le législateur a entendu la pratique et qu'une ère beaucoup moins rigoriste s'est ouverte en droit des sociétés, laissant place à certains espoirs possibles. Il convient cependant d'être prudent pour ne pas qu'à une ère « réglementariste et pointilleuse » comme certains la qualifient volontiers succède une ère du « tout est possible » génératrice d'abus.

Pour finir, on rappellera que dans le monde du capital risque, ces clauses d'exclusion déguisée sont rarement mises en œuvre mais serviront de base à la négociation. Ainsi, l'aspect juridique de la clause ne serait pas déterminant... Mais, il paraît raisonnable de penser que sans bonne clause, pas de bonne négociation !

TABLE DES MATIERES

NB : Annexes non jointes dans cette version du mémoire.

Sommaire	p2
Introduction	p3
Partie 1. Analyse des clauses d'exclusion dans les pactes d'investisseurs	p14
Section 1 : « L'exclusion sanction » : la clause de good / bad leaver	p15
A) Une promesse unilatérale de vente ?	p17
Conditions suspensives	p18
Prix de la promesse	p19
B) Clause pénale ?	p23
C) Régime de l'exclusion ?	p26
Section 2 : « L'exclusion cession » : les clauses de Drag Along et de liquidité	p28
A) La clause de Drag Along	p29
Préalables nécessaires	p29
Utilité pratique de la clause	p30
Technique juridique	p31
B) La clause de liquidité : le mandat de cession et la procédure de « Buy or Sell »	p35
Mandat de cession	p36
Procédure de « Buy or Sell »	p39
Conclusion Partie 1	p42

Partie 2. Efficacité et limites des clauses d'exclusion dans les pactes d'investisseurs	p43
Section 1 : Une exécution source de difficultés	p44
A) Délicate exécution de la vente et de la promesse de vente	p44
Difficultés d'exécution liées à la cession de droits sociaux	p44
Difficultés d'exécution liées à la promesse unilatérale de vente	p46
B) Parades contractuelles à la rétractation	p51
Sécuriser la promesse unilatérale de vente	p51
Recourir à la promesse synallagmatique	p53
Section 2 : Solutions alternatives au pacte extrastatutaire ?	p55
A) Les actions de préférence ?	p55
Possibilité du rachat	p57
Difficultés de mise en œuvre	p62
Solutions alternatives au rachat, dans le cadre des actions de préférence	p66
B) La SAS ?	p68
Causes principales de répulsion	p68
Une clause d'exclusion efficace	p70
Conclusion Partie 2	p73
Conclusion générale	p73
Bibliographie	p77
Annexe I : Clause de philosophie	p81
Annexe II : Clause de good / bad leaver	p82
Annexe III : Clause de Drag Along	p88
Annexe IV : Clause de liquidité	p90

BIBLIOGRAPHIE

Traités, dictionnaires et ouvrages

- M. Cozian, A. Viandier, F. Deboissy**, « Droit des Sociétés », 15^{ème} éd., 2002, Litec.
- F. Collart-Dutilleul, P. Delebecque**, « Contrats civils et commerciaux », Précis Dalloz, 6^{ème} ed.
- J.J. Daigre, M. Sentilles-Dupont**, « Pactes d'actionnaires », GLN-Joly, Paris 1995.
- M. Henry, G. Bouillet-Cordonnier**, « Pactes d'actionnaires et privilèges statutaires », Ed. EFE, 2003.
- P. Delebecque, M. Germain**, « Traité de droit commercial », G. Ripert, R. Roblot, Tome 1.
- Y. Guyon**, « Traité des contrats, les sociétés, Aménagements statutaires et conventions entre associés ».
- P. Malaurie, L. Aynès, P. Stoffel-Munck**, « Les obligations », Defrénois 2004.
- A. Mignon Colombet**, « L'exécution forcée en droit des sociétés », sous la direction de Y. Guyon, Economica 2004.
- F.D Poitrinal**, «La révolution contractuelle du Droit des Sociétés, dynamiques et paradoxes », Revue Banque Ed., 2003.
- Memento Expert Francis Lefebvre**, « Cession de parts et actions », 2005-2006.
- Memento Francis Lefebvre**, « Contrats et droits de l'entreprise », 2004.
- Memento Francis Lefebvre**, Sociétés Commerciales 2005.
- F. Terré, P. Simler, Y. Lequette**, « Les obligations », Dalloz 1999.

Articles de doctrine

- P. Ancel**, « Force obligatoire et contenu obligationnel du contrat », RTD civ., 1999.771, n°22.
- E. Brochier**, « L'exécution nature des pactes entre actionnaires : observations d'un praticien », RDC février 2005, p125
- J. Brunswick**, « SAS et capital-investissement : vers la fin des pactes d'actionnaires extrastatutaires ? », D.aff., 2000.595.
- J.J. Daigre**, « Clauses d'exclusion dans les sociétés anonymes non cotées », Actes pratiques, janvier février 1999, p5.
- H. Dubout**, « Les contrats de « mandat » avec les banques d'affaires dans les opérations de cession acquisition d'entreprise », Bull. Joly décembre 1997, p1029.
- L. Dupuis, C. Husson**, « Formules commentées de pactes d'actionnaires », Gaz. Pal., 27 mai 2004, n°148, p51.
- F. Garrouste**, « Les capital-risqueurs adoucissent leurs pactes d'actionnaires, Option finance, n°698, 15 juillet 2002.
- M. Germain**, « La création et la disparition des actions de préférence », RD Bancaire, septembre/octobre 2004, p367.
- M. Germain**, « Les actions de préférence », Revue Sociétés, n°8/2004.
- M. Germain**, « La société par actions simplifiée », JCP 1994, Ed. E, n°11, p153.
- M. Germain, R. Vatinet**, « Le pouvoir disciplinaire des personnes morales de droit privé », dans « Mélanges en l'honneur d'Y. Guyon, Aspects actuels du droit des affaires », 2002, p397.
- H. Le Nabasque** sous CA Paris, 25^{ème} chambre, 21 décembre 2001, Bull. Joly Sociétés 2002 n°110, p109
- H. Le Nabasque, Dunand et Elsen** « Les clauses de sortie dans les pactes d'actionnaires, Actes pratiques, octobre 1992, p2.
- D. Mainguy**, « L'efficacité de la rétractation de la promesse de contracter », RTD civ. 2004, p1, n°27.
- D. Mazeaud**, « Exécution des contrats préparatoires », RDC février 2005, p61.
- J. Mestre**, « La réforme des valeurs mobilières », Rev. Lamy Droit des affaires, Janvier 2005, n°78, 4876.
- R. Mortier**, « Rachats d'actions et actions rachetables », Revue Sociétés, 8/2004, p639

- F.D. Poitrinal**, « L'exécution forcée en nature de promesse de cession d'actions », Bull. Joly Janvier 1995, p21.
- Y. Reinhard**, « Exécution en nature des pactes d'actionnaires », RDC, février 2005, p115
- G. Roulin**, « Le dénouement des opérations de capital-investissement, RDBF, Janvier Février 2005, p75.
- R.Routier** « Les clauses de ratchet en droit des sociétés », Bull. Joly septembre 2002, p859
- S. Prat**, « Droits et obligations des associés : pactes d'actionnaires, droit de retrait et exclusion, renforcement des droits des minoritaires », Gaz. Pal., 10 octobre 1998.
- A. Viandier**, « Les actions de préférence », JCP E 2004, n°1440
- A. Zelcevic-Duhamel**, « La notion d'économie du contrat en droit privé », Sem. Jur., Ed. G, n°9, 28 février 2001, I300.

Jurisprudence citée

- Cass. 1^{ère} civ., 10 janvier 1961 n°58-11.413, Bull. civ. I n°27.
- Cass. soc., 14 avril 1961, JCP 1961, II, 12260, D. 1961.535, RTD civ. 1962.349, obs. G Cornu
- Cass. 3^{ème} civ., 10 mai 1968, Bull. civ. III, n°209, p161
- Cass. 3^{ème} civ., 15 novembre 1968 n°67.10.663, Bull. civ. III N°477
- Cass. 3^{ème} civ., 2 juillet 1969, Bull. civ. III, art. 541.
- Cass. 3^{ème} civ., 19février 1976, Bull. civ. III n°76.
- Cass. com., 8 février 1982, Bull. Joly 1982, p970.
- Cass. com., 15 juin 1982, Lemesre c/Sté Louis Lemesre Meuble Pilote
- Cass. 1^{ère} civ., 7 avril 1987, Rev. Sociétés 1987, p395.
- Cass. 3^{ème} civ., 10 mai 1989, Bull. civ. III, n°109, p.60, D.1990.365 note Virassamy.
- CA Paris 4 fév. 1992, Bull. Joly 1992, p. 277, § 82, note A. Couret.
- Cass. com., 7 juillet 1992, Bull. Joly 1992, p1100.
- Cass. 3^{ème} civ., 15 décembre 1993, D. 1994, 507, note F. Bénac-Schmidt, JCP 95.II.22366, obs. D. Mazeaud, RTD civ. 1994, 588, obs J. Mestre.

- Cass.com., 13 décembre 1994, Bull. Joly 1995, p152 ; JCP 1995, éd. E, n°705 ; RJDA mars 1995, p200 et 238.
- Cass. 3^{ème} civ., 20 décembre 1994, somm. Comm., 6, obs. O. Tournafond.
- Cass. com., 3 janv. 1995., Bull. Joly 1995, p. 266, § 84, note A. Couret et Laroche
- Cass.com., 12 mars 1996, Bull. Joly 1996, p584 ; JCP 1996, ed. E, II, note Y.Paclot
- Cass. com., 12 mars 1996 n°537, RJDA 8-9/96 n°1064.
- CA Paris, 17 avril 1996, 25^{ème} ch., RJDA 1996 n°1203
- Cass. 1^{ère} civ., 18 novembre 1997, Bouglionne c/ Vanbeen.
- Cass. 3^{ème} civ., 10 décembre 1997, Bull. civ. III, n°223, p150.
- Cass.com., 23 novembre 1999, RJDA 2000, n°270, p227.
- Cass. com., 30 octobre 2000 n°1789, contrats, conc., consom., 2001 comm., n°21, note L. Leveneur
- Cass., com., 30 oct. 2000, Bull. Joly 2001, p. 27, §5, note J.J. Daigre
- Cass.com., 16 janvier 2001 n°58FD, Bull. Joly 2001, p391.
- CA Paris, 25^{ème} chambre, 21 décembre 2001, Bull. Joly Sociétés 2002 n°110, p109, note H. Le Nabasque.
- CA Paris, 21 décembre 2001, 25^{ème} ch. B, Dr. Sociétés 2002 comm., n°44.
- Cass., 3^{ème} civ., 26 juin 2002 n°1127 FS-D.
- Cass. 3^{ème} civ., 28 octobre 2003, RDC 2004, 270, obs. D. Mazeaud
- Cass. com., Bull. Joly Sociétés 2004, p544, note P. Le Cannu.
- Cass. com., 22 février 2005, n°02-14.392, n°279 FS-P.