

*Master 2 de Juriste d'Affaires et de Fiscalité - DJCE*

*Dirigé par Monsieur le Professeur Michel Germain*

*Université Panthéon-Assas*



Université  
Panthéon-Assas

*“L’uniformisation du régime applicable aux valeurs mobilières donnant accès au capital à l’épreuve de la réduction de capital à zéro”*

Mémoire rédigé par Pierre-Hadrien Darriet

Sous la direction de Monsieur le Professeur Michel Germain

Le 15 mai 2013

**L'Université Panthéon-Assas (Paris 2) Droit-Économie-Sciences Sociales n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans ce mémoire. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.**

# SOMMAIRE

<b>LISTE DES PRINCIPALES ABRÉVIATIONS</b>	<b>8</b>
<b>INTRODUCTION</b>	<b>9</b>
<b>PARTIE 1 - LE RÉGIME APPLICABLE AUX OBLIGATIONS REMBOURSABLES EN ACTIONS</b>	<b>15</b>
<b>Chapitre 1 - Le régime légal des ORA</b>	<b>16</b>
<b>Section 1 - La nature de l'ORA</b>	<b>16</b>
§ 1 - La définition théorique des ORA	16
<i>A - Une notion autonome</i>	<i>16</i>
<i>B - Des conditions d'émission uniformes</i>	<i>18</i>
§ 2 - Utilisation des ORA	20
<i>A - L'intérêt des ORA pour la société émettrice</i>	<i>20</i>
1 - L'effet d'anticipation des ORA	20
2 - La cartographie des émetteurs d'ORA	20
<i>B - L'intérêt des ORA pour le souscripteur</i>	<i>21</i>
<b>Section 2 - Les conséquences de la réduction de capital à zéro sur les droits attachés aux ORA</b>	<b>22</b>
§ 1 - La réduction des droits attachés aux ORA	22
<i>A - La portée générale de l'article L. 228-98</i>	<i>22</i>
1 - Les conditions	23

2 - Les effets attachés à la réduction de capital	23
<i>B - L'application particulière de l'article L. 228-98 à la réduction de capital à zéro</i>	24
§ 2 - La question de la reconnaissance d'un droit préférentiel de souscription au porteur d'ORA en cas de réduction de capital à zéro	25
<i>A - Le droit préférentiel de souscription des actionnaires en cas de coup d'accordéon</i>	25
<i>B - L'opportunité du droit préférentiel de souscription reconnu aux porteurs d'ORA</i>	26
<b>Chapitre 2 - Le complément jurisprudentiel au régime des ORA</b>	<b>29</b>
<b>Section 1 - Les fondements du régime complémentaire</b>	<b>29</b>
§ 1 - Les éléments déterminants	30
<i>A - Les éléments généraux</i>	30
<i>B - Les éléments particuliers : l'affaire Uniross</i>	30
§ 2 - Les différents raisonnements possibles	31
<i>A - La non consultation des porteurs d'ORA</i>	31
1 - Les arguments de la société émettrice	32
2 - La solution retenue par le tribunal de commerce	32
<i>B - La consultation des porteurs d'ORA</i>	33
1 - Les arguments des porteurs d'ORA	33
2 - La solution retenue par la cour d'appel de Paris	33
<b>Section 2 - Les conséquences du régime complémentaire</b>	<b>34</b>
§ 1 - L'étendue de la décision de la Cour de cassation	35
§ 2 - La portée du régime complémentaire	36
<i>A - La confirmation de l'application du régime légal</i>	36

<i>B - L'ajout d'un régime procédural en cas de réduction de capital à zéro</i>	36
<b>PARTIE 2 - LE RÉGIME APPLICABLE AUX AUTRES VALEURS MOBILIÈRES DONNANT ACCÈS AU CAPITAL SOCIAL</b>	<b>39</b>
<b>Chapitre 1 - Des solutions envisageables mais inadaptées</b>	<b>40</b>
<b>Section 1 - L'impossible généralisation du régime des ORA</b>	<b>40</b>
§ 1 - Les principales valeurs mobilières donnant accès au capital social	40
<i>A - Les obligations convertibles en actions</i>	41
1 - Définition des OCA	41
<i>a - L'émission d'OCA</i>	41
<i>b - La conversion des OCA</i>	42
2 - L'utilisation des OCA	43
<i>a - Les avantages et les inconvénients pour le souscripteur d'OCA</i>	43
<i>b - Les avantages et les inconvénients pour la société émettrice d'OCA</i>	43
<i>B - Les obligations échangeables en actions</i>	44
1 - Définition des OE obligations échangeables	44
2 - Utilisation des OCEANE	45
<i>a - L'intérêt des OCEANE pour l'émetteur</i>	45
<i>b - L'intérêt des OCEANE pour le souscripteur</i>	46
<i>C - Les obligations à bons de souscription d'actions</i>	46
1 - Définition des OBSA	46
2 - Utilisation des OBSA	47
<i>a - L'intérêt pour le souscripteur d'OBSA</i>	47
<i>b - L'intérêt pour la société émettrice d'OBSA</i>	47
§ 2 - L'absence d'annulation des VMDAC en cas de réduction de capital à zéro	48

<b>Section 2 - L'impossible interprétation a contrario de l'article L. 228-98 alinéa 4 du Code de commerce</b>	<b>50</b>
§ 1 - La lecture a contrario de l'article L. 228-98 alinéa 4	50
<i>A - L'exclusion de l'article L. 228-103</i>	51
<i>B - L'exclusion de toute procédure</i>	52
§ 2 - Les difficultés de l'interprétation a contrario	52
<i>A - Les difficultés liées à la méthode</i>	53
<i>B - Les difficultés liées au résultat</i>	53
<b>Chapitre 2 - L'uniformisation du régime des VMDAC par un retour au droit commun des obligations</b>	<b>55</b>
<b>Section 1 - L'application du régime de droit commun des obligations aux VMDAC</b>	<b>56</b>
§ 1 - Justification du retour au régime de droit commun	56
<i>A - La nature obligataire originaire des VMDAC</i>	56
<i>B - La lecture stricte de l'art. L. 228-103</i>	58
§ 2 - La portée de l'application du régime de droit commun aux VMDAC	59
<b>Section 2 - Sanction de l'inobservation du régime de droit commun des obligations</b>	<b>61</b>
§ 1 - La sanction en cas de non-respect de la délibération de l'assemblée générale de la masse	61
<i>A - La nullité de l'opération</i>	62
<i>B - Le remboursement des valeurs mobilières composées</i>	62
§ 2 - La sanction en cas de non-respect de l'obligation de consultation	64
<i>A - Engagement de la responsabilité délictuelle</i>	65
<i>B - Présomption de rejet de l'opération envisagée</i>	66

<b>CONCLUSION</b>	<b>67</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE</b>	<b>68</b>
<b>ANNEXES</b>	<b>71</b>

---

## **LISTE DES PRINCIPALES ABRÉVIATIONS**

---

ORA : Obligation Remboursable en Action(s)

OCA : Obligation Convertible en Action (s)

OEA : Obligation Échangeable en Action(s)

OCEANE : Obligation Convertible ou Échangeable en Action(s) Nouvelle(s) ou déjà Existante(s)

OBSA : Obligation à Bon de Souscription d'Action(s)

VMDAC : Valeur Mobilière Donnant Accès au Capital social

OBSO : Obligation à Bon de Souscription d'Obligation(s)

# INTRODUCTION

Une crise n'est ni une fin ni un début, c'est un tournant. La crise financière de 2007 n'a pas fini de marquer par ses conséquences tant économiques, politiques que juridiques, mais surtout morales. Cette crise économique et financière de la fin des années 2000 est marquée avant tout par une profonde crise de confiance : crainte des investisseurs et des prêteurs du côté économique. Le financement bancaire se tarit à la portion congrue, et pourtant des projets subsistent. Comment alors continuer sans le financement bancaire qui aura été l'outil principal des financements des entreprises ? Il convient donc de réinventer un modèle : ce n'est pas la fin du financement bancaire – qui existe toujours — ni le début du financement obligataire – qui existe déjà – mais une approche différente de ces deux modes singuliers de financement. Cette nouvelle approche se matérialise par deux aspects : l'utilisation par la pratique de manière plus fréquente de ce mode de financement, et l'interprétation des mécanismes faite par le juge.

Avec la diversification des valeurs mobilières, dont les obligations, l'investisseur dispose d'armes économiques plus nombreuses et adaptées à ces besoins. À côté des obligations, dites *simples*, existent des obligations dites *composées*. Les obligations simples sont des titres de créances conférant à leur porteur un droit à intérêt et au remboursement du capital, tandis que les obligations composées offrent au porteur l'opportunité d'acquérir des actions ou des obligations, de manière privilégiée.

Nées de la pratique, les obligations composées ont été réglementées progressivement par le législateur. La première intervention a concerné les obligations convertibles en actions, par une loi du 25 février 1953<sup>1</sup>. En 1966<sup>2</sup>, le législateur a introduit une autre catégorie d'obligations composées : les obligations échangeables contre des actions. En 1983<sup>3</sup>, les

---

<sup>1</sup> Loi n°53-148 du 25 février 1953 relative à diverses dispositions d'ordre financier intéressant l'épargne

<sup>2</sup> Loi n°66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales

<sup>3</sup> Loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne

obligations avec bons de souscription d'actions sont à leur tour réglementées. Ainsi, avant 1985, le droit français connaît trois obligations composées. En 1985<sup>4</sup>, le législateur franchit un cap. Il prévoit la liberté de création de ces valeurs mobilières, avec la possibilité de créer “*les valeurs mobilières ouvrant droit de façon différée, à l'attribution de titres représentant une quotité du capital social*”, et un régime commun à toutes les valeurs mobilières composées. Ce régime commun était cependant lacunaire puisqu'il ne couvrait pas certaines valeurs mobilières qui faisaient l'objet d'une réglementation spécifique, telles que les obligations à bons de souscription d'action, les obligations convertibles en actions et les obligations échangeables en actions. Coexistaient donc une réglementation générale et des réglementations spécifiques. L'ordonnance de 2004<sup>5</sup> a simplifié tous ces régimes. Elle supprime dans un premier temps les régimes spécifiques à certaines valeurs mobilières composées, et propose un régime commun pour toutes ces valeurs. L'ambition, réalisée, était alors d'uniformiser le droit des valeurs mobilières donnant accès au capital social afin de rendre leur émission et leur gestion plus simples et donc plus efficaces.

L'ordonnance de 2004 insère au sein du Code de commerce une nouvelle Section IV intitulée “*Des valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créances*”. Le législateur introduit également une nouvelle dénomination pour ces obligations composées : les valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créances. Cette notion est donc plus large que celle précédemment développée avec les obligations composées, puisque les valeurs mobilières regroupent non seulement les obligations, mais aussi les actions ou les titres participatifs. De plus, là où les obligations composées historiques donnent essentiellement le droit à une fraction du capital, il est prévu que ce régime s'applique également à des valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créances (comme des obligations à bons de souscription d'obligations). Néanmoins, on constate dans la pratique que les “obligations composées” demeurent les plus usitées, si bien que le législateur a complété une sous-section 1<sup>6</sup>

---

4 Loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985 modifiant diverses dispositions du droit des valeurs mobilières, des titres de créances négociables, des sociétés et des opérations de bourse

5 Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale

<sup>6</sup> Dispositions générales ; Art. L. 228-91 à L. 228-97 du Code de commerce

généraliste concernant tous ces valeurs mobilières d'une sous-section 2<sup>7</sup> consacrée uniquement aux valeurs mobilières donnant accès au capital social. Le législateur a cependant posé une interdiction<sup>8</sup> : *“Les titres de capital ne peuvent être convertis ou transformés en valeurs mobilières représentatives de créances”*. Cette interdiction n'a que peu d'importance pour la présente étude, mais révèle que les valeurs mobilières donnant accès au capital sont à l'origine des obligations qui ont été complétées par un schéma juridique.

Concernant le régime de l'émission de telles valeurs mobilières, l'article L. 228-92 du Code de commerce<sup>9</sup> prévoit que l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires autorise l'émission des valeurs mobilières composées après rapport du conseil d'administration ou du directoire et sur rapport spécial du commissaire aux comptes. On voit donc ainsi la nature duale des valeurs mobilières composées puisque pour les obligations simples, la compétence revient au conseil d'administration ou au directoire ou, si les statuts le prévoient, à l'assemblée générale. En conférant la compétence à l'assemblée générale extraordinaire pour l'émission des valeurs mobilières composées, comme pour l'augmentation de capital, en se référant aux articles L. 225-129 à L. 225-129-6<sup>10</sup>, le législateur rappelle que les valeurs mobilières composées sont plus que de simples obligations et se rapprochent de l'action. En effet la compétence pour l'émission des valeurs mobilières composées diffère de celle pour l'émission d'obligation, mais est identique à celle en cas d'augmentation de capital.

Cette nature ambivalente, entre obligation et action, combinée à la flexibilité qu'offre leur support contractuel présente de nombreux avantages dans la pratique des affaires. On retrouve en effet des valeurs mobilières composées dans de nombreuses opérations nécessitant une organisation des pouvoirs (permettant de diluer ou non l'actionnariat avec des

---

<sup>7</sup> Dispositions relatives aux valeurs mobilières donnant accès au capital ; Art. L. 228-98 à L. 229-106 du Code de commerce

<sup>8</sup> Art. L. 228-91 alinéa 5 du Code de commerce

<sup>9</sup> V. Annexes

<sup>10</sup> V. Annexes

OCA ou des OBSA), ou alors pour hiérarchiser des créanciers grâce à des titres. On trouve aussi des valeurs mobilières composées lors de restructuration. La pratique a récemment montré que les ORA étaient fréquemment utilisées en cas de difficulté d'une société afin d'apporter de nouveaux capitaux. Cette construction s'accompagne en général, en cas de difficultés prolongées de la société, d'un coup d'accordéon – réduction du capital à zéro suivie d'une augmentation du capital au moins jusqu'au minimum légal – permettant de bénéficier des dispositions de l'article L. 228-98 alinéa 4 du Code de commerce<sup>11</sup>.

Cette technique du coup d'accordéon permet d'annihiler les droits des porteurs d'ORA : le capital étant réduit à zéro (avant d'être augmenté), les droits attachés aux ORA sont réduits à zéro et donc annulés. Ce résultat est très critiqué au sein de la doctrine. Certains affirment qu'il faudrait distinguer la – simple – réduction de capital pour cause de pertes (évoquée par l'article L. 228-98<sup>12</sup>) de la réduction de capital à zéro, laissant l'application de l'article L. 228-98 à la simple réduction de capital à zéro et non au coup d'accordéon. Cette vision repose donc sur une différence de nature entre la simple réduction de capital et la réduction de capital à zéro.

Le principal argument réside dans le fait que *“la réduction au dessus de zéro n'entraîne l'exclusion de personne, ni de l'associé, ni du porteur de valeurs mobilières donnant accès au capital (ils sont seulement réduits en nombre de titres possédés, pas en valeur, non plus qu'en proportion) ; alors que la réduction à zéro anéantit l'ensemble de leurs droits ; ce qui, logiquement, devrait conduire à regarder cette dernière opération comme distincte, à certains égards du moins, d'une simple réduction de capital motivés par des pertes, même en dessous du minimum légal”*<sup>13</sup>. Il est pourtant difficile de souscrire à une telle argumentation. En effet, la réduction de capital à zéro ne procède d'aucune exclusion en théorie, puisque les anciens actionnaires bénéficient toujours de leur droit préférentiel de souscription, leur permettant de

---

<sup>11</sup> Art. L. 228-98 alinéa 4 : *“En cas de réduction de son capital motivé par des pertes et réalisée par la diminution du montant nominal ou du nombre de ses titres composant le capital, les droits des titulaires des valeurs mobilières donnant accès au capital sont réduits en conséquence, comme s'ils les avaient exercés avant la date à laquelle la réduction de capital est devenue définitive”*.

<sup>12</sup> V. Annexes

<sup>13</sup> H. Le Nabasque, *“Le sort des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital face à une réduction de capital à zéro ou Du coup d'accordéon au coup de Trafalgar”*, in *Les défis actuels du droit financier*, sous la dir. A. Couret et C. Malecki, Joly Éditions, coll. Pratique des affaires, 2010, p. 129 s.

demeurer au sein de la société. Ainsi, l'argument fondant la différence de nature entre la simple réduction et la réduction à zéro sur l'effet exclusif de l'actionnaire dans un cas et non dans l'autre perd de sa pertinence. Grâce à son droit préférentiel de souscription, l'actionnaire, même en cas de réduction de capital à zéro a toujours la possibilité de participer à l'augmentation de capital suivant.

Peut-on alors fonder la différence de nature sur l'effet exclusif que produit la loi (par l'article L. 228-98) sur les porteurs de valeurs mobilières composées ? Le raisonnement serait particulièrement ambitieux : en effet, il consisterait à dire que la lecture de l'article L. 228-98 n'étant pas satisfaisante dans ses effets, il faudrait introduire une différence de nature entre la simple réduction de capital et la réduction de capital à zéro du fait que l'article L. 228-98 a été rédigé à une époque où la réduction de capital à zéro n'était pas prévue ou imaginée. Encore une fois, l'argument semble peu pertinent : l'article L. 228-98 a été réécrit à plusieurs reprises, notamment à l'occasion de l'ordonnance de 2004 (certes, l'alinéa 4 concernant la réduction de capital n'a pas été modifié, mais ne peut pas y entrevoir la volonté du législateur de le laisser inchangé ?). Il faut donc se rendre à l'évidence : la réduction de capital à zéro n'est qu'une variante de la réduction de capital. Du moment que la réduction de capital à zéro est motivée par des pertes, il y a lieu d'appliquer l'article L. 228-98 aux porteurs de valeurs mobilières composées.

La jurisprudence s'est récemment prononcée sur le devenir des ORA en cas de coup d'accordéon<sup>14</sup>, en retenant l'approche doctrinale décrite ci-dessus. La question de savoir si cette solution jurisprudentielle s'applique à toutes les valeurs mobilières composées se pose. Si une généralisation de la solution à toutes les valeurs mobilières composées semble impossible, se pose alors la question de l'unité du régime des valeurs mobilières composées.

---

<sup>14</sup> Cour de cassation, chambre commerciale, 10 juill. 2012, n°11-22.898 ; cour d'appel de Paris, 28 juin 2011, pôle 5, chambre 8, RG n°10/19746

L'uniformisation du régime des valeurs mobilières donnant accès au capital social désirée à l'occasion de l'ordonnance de 2004 a-t-elle vécu ? Une telle unité du régime est-elle possible ? Est-elle seulement souhaitable ?

Le régime des valeurs mobilières donnant accès au capital social semblait à la suite de l'ordonnance de 2004 uniforme, pourtant plusieurs éléments semblent aujourd'hui avancer dans le sens contraire. Pour l'application de ce régime, il faut donc distinguer désormais au sein de la catégorie des valeurs mobilières composées : d'un côté les ORA dont le régime fait place à peu de doute, à la suite notamment de décisions jurisprudentielles (Partie 1), et d'un autre côté les autres valeurs mobilières composées dont le régime est moins stable (Partie 2).

# **PARTIE 1 - LE RÉGIME APPLICABLE AUX OBLIGATIONS REMBOURSABLES EN ACTIONS**

Les obligations remboursables en actions sont une figure singulière au sein des valeurs mobilières composées : le remboursement se fait obligatoirement, de manière automatique en actions. La parité entre les obligations souscrites et les actions remboursées est déterminée dans le contrat d'émission ; nouvelle preuve de la nature avant tout contractuelle des valeurs mobilières composées. Ainsi, les ORA sont un mécanisme de spéculation pour leurs porteurs : ceux-ci parient au moment de l'émission sur la valeur plus importante des actions reçues lors du remboursement par rapport à la valeur d'émission des obligations.

Les ORA n'ont fait l'objet d'aucune loi spéciale avant 1985 ; le régime instauré par la loi de 1985 s'appliquait donc entièrement à cette catégorie d'obligations composées. Depuis 2004, l'ordonnance ayant instauré un régime commun à toutes les titres composés, les ORA sont regroupées au sein de la catégorie des valeurs mobilières donnant accès au capital. Il faut donc leur appliquer les articles L. 228-91 à L. 228-106 du Code de commerce.

Les articles L. 228-98 à L. 228-106 du Code de commerce posent le régime applicable uniquement aux valeurs mobilières donnant accès au capital, tandis que les articles précédant, les articles L. 228-91 à L. 228-97, s'appliquent de manière générale aux valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant un droit à l'attribution de titres de créance. Par cette distinction, entre les dispositions générales et les dispositions particulières, on aperçoit le caractère sensible des valeurs mobilières donnant accès au capital social : ce ne sont pas de simples obligations, ou de simples actions, mais des obligations donnant accès à une portion du capital.

La réduction de capital, en touchant à la structure du capital et par l'effet qu'y attache la loi, provoque des effets importants en théorie sur les valeurs mobilières composées, et notamment les ORA du fait de leur nature propre. Cependant les dispositions légales

intéressant les ORA (chapitre 1) semblent incomplètes face à de nouvelles problématiques, si bien que la jurisprudence est intervenue pour les compléter (chapitre 2).

## **CHAPITRE 1 - LE RÉGIME LÉGAL DES ORA**

Récemment, l'utilisation des ORA s'est multipliée dans le cadre d'opérations de restructuration : le coup d'accordéon suivant l'émission d'ORA permettant d'éteindre la dette obligataire préalablement contractée. L'étude de la nature des ORA (section 1) précédera donc celle des conséquences d'une réduction de capital à zéro (section 2).

### **SECTION 1 - LA NATURE DE L'ORA**

La nature des ORA peut être entrevue sous deux angles : celui de la définition théorique (§ 1) ou celui de l'utilisation pratique des ORA (§ 2).

#### **§ 1 - La définition théorique des ORA**

Les ORA sont une figure atypique au sein des valeurs mobilières composées : leur notion est donc atypique (A), mais dans un souci d'uniformisation, le législateur a posé des conditions d'émission communes à toutes les valeurs mobilières composées (B).

##### ***A - Une notion autonome***

Les obligations remboursables en actions sont avant tout des obligations. À ce titre, ce sont donc des titres de créances émis par la société. Leur particularité se situe dans les modalités de remboursement ; alors que les obligations sont remboursées en numéraire, les ORA sont remboursées en actions, ordinaires ou de préférence. Les titres de capital de

l'investisseur remboursent donc les titres de créances de l'investisseur. De ce fait, l'investisseur, souscripteur d'ORA, est considéré comme un actionnaire en puissance ou un actionnaire en devenir, si bien que les titres de créance que composent les ORA sont assimilés pour la société émettrice à des capitaux propres. Cependant, le porteur de l'ORA ne devient actionnaire qu'à terme, au moment du remboursement : il ne détient donc aucun droit de vote ou aucun droit à dividende avant le remboursement. En revanche, le porteur dispose, en tant qu'obligataire, du droit au versement d'intérêts, fixes et certains, déterminés au moment du contrat d'émission.

Par ailleurs, l'ORA se caractérise par son caractère spéculatif sur la valeur de l'action : la valeur du remboursement, par rapport à la valeur de la souscription, pouvant varier à la hausse ou à la baisse en fonction du cours de l'action.

Ainsi, le porteur de l'ORA bénéficie de deux revenus : le premier constitué des intérêts, et le second constitué par les actions. Différents mécanismes de protection des porteurs sont mis en place afin de pallier l'incertitude : on peut imaginer un intérêt élevé, ou alors des clauses permettant de d'anticiper la transformation de la valeur mobilière composée en action, ou encore des clauses de sauvegarde en cas de difficulté de la société.

La nature obligataire de l'ORA disparaît au moment du remboursement : le titre de créance disparaît chez l'émetteur laissant place à une augmentation de capital. Cette augmentation de capital étant automatique du fait de la nature du remboursement, on peut se demander si l'ORA constitue réellement une valeur composée<sup>15</sup>. Jusqu'au remboursement, le porteur de l'ORA est un créancier de la société, non pas créancier d'une somme d'argent, mais créancier d'actions<sup>16</sup>. En effet, le porteur d'une ORA sera remboursé automatiquement en actions : au moment du remboursement, il ne fera que souscrire à l'augmentation de capital prévue par anticipation au moment de l'émission des ORA. Ainsi, l'émission d'ORA ne s'apparenterait pas tant à une opération de financement par le biais d'un emprunt – comme dans le cas de l'émission d'obligation –, mais simplement à une opération d'augmentation de capital par anticipation. Le souscripteur serait un actionnaire en devenir tout en libérant les

---

<sup>15</sup> F. Peltier, *“La nature juridique des obligations remboursables en actions”*, JCP E 1992

<sup>16</sup> Hovasse, *“Les obligations remboursables en actions, in LMélanges Percerou”*, 1993, p. 105

fonds immédiatement. L'ORA matérialiserait alors l'état d'attente du souscripteur : apporteur de fonds mais pas encore actionnaire. On pourrait donc y voir là une promesse d'actions de la société. Cependant, l'article L. 228-10 du Code de commerce prohibe la négociation des promesses d'actions "*à moins qu'il ne s'agisse d'actions à créer dont l'admission sur un marché réglementé a été demandé, ou à l'occasion d'une augmentation de capital d'une société dont les actions anciennes sont déjà admises sur un marché réglementé*". Ce même article ajoute également, que dans ce cas, "*la négociation n'est valable que si elle est effectuée sous la condition suspensive de la réalisation de l'augmentation de capital*". D'un autre côté, l'article L. 228-91, dans son dernier alinéa, précise que l'art. L228-10 n'est pas applicable aux valeurs mobilières composées, celles-ci ne pouvant être regardées comme des promesses d'action pour l'application de ce texte.

Se pose alors la question de savoir réellement si les ORA sont des valeurs mobilières composées ou alors des promesses d'action. Il semble cependant que l'un ne soit pas exclusif de l'autre : "*en tant que titre représentatif d'une libération anticipée d'actions à émettre l'O.R.A peut être considérée comme une sorte de promesse d'action*"<sup>17</sup>. Mais il faudrait alors conclure que l'article L. 228-10 trouverait une limite à l'article L. 228-91.

La pratique considère néanmoins les ORA comme des valeurs mobilières composées à part entière, et ne retient pas la qualification de promesse d'action. Le législateur a suivi cette ligne en posant des conditions uniformes d'émission pour toutes les valeurs mobilières composées, ORA ou autres.

### ***B - Des conditions d'émission uniformes***

L'émission des ORA obéit au régime commun des valeurs mobilières composées. L'assemblée générale extraordinaire détient la compétence exclusive pour décider l'émission d'ORA. Elle se prononce sur le rapport du conseil d'administration ou du directoire et sur le rapport du commissaire au compte<sup>18</sup>.

---

<sup>17</sup> F. Peltier, "*La nature juridique des obligations remboursables en actions*", JCP E 1992

<sup>18</sup> Art. L. 228-92 du Code de commerce

Les anciens actionnaires bénéficient d'un droit préférentiel de souscription à ces valeurs mobilières composées<sup>19</sup>, afin de les protéger contre l'effet de dilution consécutif à l'augmentation de capital en cas d'émission d'ORA. Ce droit préférentiel de souscription est régi conformément aux articles L. 225-132 et L. 225-135 à L. 225-140 relatif au droit préférentiel de souscription en cas d'augmentation de capital. On voit donc ici le rapprochement entre l'augmentation de capital et l'émission de valeurs mobilières composées dans l'optique de la protection des actionnaires. Tout comme pour l'augmentation de capital, les anciens actionnaires disposent de la faculté d'abandonner leur droit préférentiel de souscription. En pratique, il est fréquent que cet abandon soit prévu ; il peut alors être mis en place une période de souscription prioritaire durant laquelle les actionnaires pourront se porter souscripteur des ORA émises.

Néanmoins, nonobstant sa soumission au régime uniforme des valeurs mobilières composées, l'ORA est un titre particulier : c'est une action en devenir. Alors que la transformation du titre en action et ses modalités sont certaines, le régime légal met l'accent sur la nature d'"action à terme" de l'ORA ; la composante obligataire apparaissant comme plus secondaire. La jurisprudence se montre néanmoins plus mesurée<sup>20</sup>. Le juge a rappelé que les ORA ont une nature obligataire avant de devenir un titre de capital : jusqu'à leur remboursement, les ORA ont la nature d'obligations.

L'ORA navigue donc entre la nature d'obligation et la nature d'action, permettant aux praticiens une très grande inventivité. En effet, leur notion permet aux ORA d'être utilisées dans différents types d'opération.

---

<sup>19</sup> Art. L. 228-91 al. 2 du Code de commerce

<sup>20</sup> Cour de cassation, chambre commerciale, 13 juin 1995, n°94-21.003, Société Métrologie International

## **§ 2 - Utilisation des ORA**

Les ORA présentent différents avantages et inconvénients, tant pour la société émettrice (A) que pour le souscripteur (B).

### ***A - L'intérêt des ORA pour la société émettrice***

L'intérêt principal pour la société émettrice réside dans l'effet d'anticipation que procure les ORA (1), si bien qu'une cartographie des sociétés susceptibles de recourir aux ORA est envisageable (2)

#### **1 - L'effet d'anticipation des ORA**

Pour la société émettrice, les ORA présentent un avantage considérable : bien qu'obligation par nature jusqu'au remboursement, les ORA sont des actions en puissance, et ce plus que toute autre valeur mobilière composée du fait du caractère automatique, obligatoire, du remboursement en action. L'absence d'aléa offre à l'émetteur une immense faculté d'anticipation. La société émettrice peut, par exemple, anticiper l'augmentation de capital à venir afin de restructurer son passif afin de rassurer les investisseurs ou les marchés, notamment en période de crise. Cet effet d'anticipation a alors un effet bénéfique pour l'émetteur puisqu'il lui permet de pérenniser la confiance dont il peut jouir.

#### **2 - La cartographie des émetteurs d'ORA**

On peut définir deux types d'émetteurs d'ORA.

Il peut s'agir de sociétés confirmées connaissant des difficultés et qui ne souhaitent pas, pour des raisons financières ou stratégiques, émettre des actions nouvelles. Elles proposent alors aux souscripteurs une garantie minimale avec un intérêt à taux fixe qui se substitue à un dividende aléatoire.

Il peut également s'agir d'une société prometteuse qui, lançant son activité, connaît des difficultés de financement mais dont les perspectives de développement sont importantes.

Dans ce cas, la société ne bénéficie pas d'une situation financière suffisante lui permettant de lancer un emprunt obligataire classique. La société a alors l'occasion d'émettre des ORA : le remboursement en action (et la plus value qui pourrait s'en dégager) étant précédé d'une rémunération fixe sur la base d'un intérêt.

L'intérêt de l'ORA réside pour la société émettrice dans l'aspect financier : l'ORA permet un financement à bas coût dans un premier temps, ouvrant à terme le capital aux souscripteurs. Les souscripteurs trouvent également dans ces valeurs mobilières un intérêt.

### ***B - L'intérêt des ORA pour le souscripteur***

Les avantages des ORA pour l'investisseur sont nombreux. L'ORA étant une action en devenir, le porteur est un actionnaire en puissance : à terme, le porteur devient obligatoirement actionnaire. Il est donc certain de participer à une augmentation de capital.

De plus, du fait de la nature obligataire, au moins en partie, de l'ORA, le porteur perçoit une rémunération fixe souvent supérieure aux dividendes. Il est de plus certain de toucher cette rémunération, alors que l'actionnaire n'est pas certain d'obtenir le versement de dividendes. En contrepartie de cette rémunération, le porteur est privé des droits de l'actionnaire : il ne peut donc pas obtenir de dividendes, et ne dispose pas de droit de vote au sein de l'assemblée générale des actionnaires. Cette perte du droit de vote semble logique. Elle ne pose a priori aucun problème puisque le porteur deviendra actionnaire à terme. Cependant, dans certains cas, cette privation du droit de vote peut lui être très préjudiciable. En effet, en cas de coup d'accordéon, les actionnaires sont appelés à se prononcer sur l'opération, mais le porteur d'ORA n'aura aucun droit de vote au sein de l'assemblée générale, alors qu'il perdra tous ses droits attachés aux ORA, dont le droit à la transformation de ses titres en actions.

## **SECTION 2 - LES CONSÉQUENCES DE LA RÉDUCTION DE CAPITAL À ZÉRO SUR LES DROITS ATTACHÉS AUX ORA**

La réduction de capital à zéro suivie d'une augmentation de capital au moins jusqu'au minimum légal produit des effets singuliers sur les valeurs mobilières composées. Ces effets sont d'autant plus importants sur les ORA, que le remboursement ne s'effectue qu'en actions, et qu'aucune option n'est ouverte au porteur. Ainsi, la réduction des droits attachés aux ORA en cas de réduction de capital (§ 1) pourrait être nuancée par un droit préférentiel de souscription (§ 2).

### **§ 1 - La réduction des droits attachés aux ORA**

L'article L. 228-98 du Code de commerce précise que les droits attachés aux valeurs mobilières composées sont réduits dans la même proportion que la réduction de capital. Si cet article s'applique de manière générale en cas de réduction de capital (A), il trouve une portée d'autant plus grande en cas de réduction de capital à zéro (B).

#### ***A - La portée générale de l'article L. 228-98***

L'article L. 228-98 dispose dans son alinéa 4 qu'*“en cas de réduction de son capital motivée par des pertes et réalisée par la diminution du montant nominal ou du nombre des titres composant le capital, les droits des titulaires des valeurs mobilières donnant accès au capital sont réduits en conséquence, comme s'ils les avaient exercés avant la date à laquelle la réduction de capital est devenue définitive”*.

Il est possible de séparer au sein de cette disposition, les conditions (1), puis les effets (2).

## **1 - Les conditions**

L'article L. 228-98 semble poser deux conditions : la réduction de capital doit être motivée par des pertes et la réduction doit être réalisée par la diminution du montant nominal ou du nombre des titres composant le capital.

En réalité, seule la première est effectivement une condition. En effet, la réduction de capital peut être réalisée soit par la diminution du montant nominal des actions ou par la diminution du nombre d'actions de la société. Quel que soit le cas de figure, l'article précise que la modalité de la réduction du capital – par diminution du montant nominal ou par diminution du nombre de titres composant le capital – est indifférente sur les effets que celle-ci produit sur les droits attachés aux valeurs mobilières composées.

En revanche, la motivation de la réduction de capital est une véritable condition : la réduction de capital doit être motivée par des pertes. Ainsi, si la réduction de capital n'était pas motivée par des pertes, l'article L. 228-98 ne produirait aucun effet sur les obligations composées. Il s'agit là d'une protection des porteurs : ils ne pourront voir leurs droits réduits que si la société subit des pertes, et qu'ainsi la réduction de capital ne touche pas à la valeur de la société, mais apure le passif.

Cette condition est donc un préalable indispensable face aux effets que produit la réduction de capital sur les porteurs d'ORA.

## **2 - Les effets attachés à la réduction de capital**

L'article L. 228-98 dispose dans son dernier alinéa que “ *les droits des titulaires des valeurs mobilières donnant accès au capital sont réduits en conséquence, comme s'ils les avaient exercés avant la date à laquelle la réduction de capital est devenue définitive* ”.

L'effet principal réside dans la réduction des droits des porteurs de valeurs mobilières. Cette réduction des droits est en fait assez limitée ; du moins lorsque la réduction est supérieure à zéro. D'après Hervé Le Nabasque, “*la réduction, au vrai, opère en nombre de titres que le porteur peut recevoir ; non en valeur, pas même en proportion*”<sup>21</sup>. En effet, avant

---

<sup>21</sup> H. Le Nabasque, “*L'ORA et la réduction de capital à zéro*”, *Revue des sociétés* 2013 p. 99

la réduction de capital, la société a une valeur grevée par ses pertes ; la réduction de capital se compense avec l'annulation des pertes, si bien que les titres que reçoit le porteur après la réduction de capital sont débarrassés de ce passif. La valeur des titres ainsi reçu, ou leur proportion dans le capital revient ainsi donc au même que si la société n'avait pas procédé à la réduction de capital et avait conservé ses pertes.

Ce mécanisme de réduction des droits des porteurs de valeurs mobilières est donc un mécanisme de protection des actionnaires : les actionnaires sont protégés en cas de réduction de capital pour cause de perte, et donc d'apurement des capitaux propres, d'une dilution si les porteurs avaient conservés des droits identiques à ceux qu'ils possédaient avant la réduction de capital.

L'article L. 228-98 trouve également application en cas de réduction du capital à zéro, mais dans ce cas, les effets sont plus radicaux.

### ***B - L'application particulière de l'article L. 228-98 à la réduction de capital à zéro***

Du fait de l'article L. 228-98 alinéa 4 du Code de commerce, les droits des porteurs de valeurs mobilières sont réduits à proportion de la réduction de capital pour cause de pertes. Ainsi, en cas de coup d'accordéon – réduction de capital à zéro suivie d'une augmentation de capital – les droits des porteurs sont réduits à zéro. Cette solution paraît d'autant plus radicale que pour les porteurs d'ORA, le remboursement se fait exclusivement en actions. De ce fait, en cas de réduction du capital à zéro, les droits étant réduits à zéro, le porteur ne recevra aucun remboursement.

Certains auteurs regrettent cette application rigide de l'article en estimant que le porteur se ferait ainsi spolier, notamment lorsque les ORA sont émises peu de temps avant la réduction de capital à zéro. Néanmoins, en reprenant le raisonnement précédemment tenu, comment conférer une action au porteur d'une ORA alors que le capital a été réduit à zéro, et qu'il n'y a donc plus, l'espace d'un instant, de capital ? Comment lui donner un droit sur les actions nouvellement émises suite à l'augmentation de capital résultant du coup d'accordéon ?

Ces questions trouvent leur écho dans la proposition faite par certains auteurs de confier aux porteurs d'ORA un droit préférentiel de souscription.

## **§ 2 - La question de la reconnaissance d'un droit préférentiel de souscription au porteur d'ORA en cas de réduction de capital à zéro**

Certains auteurs proposent de reconnaître un droit préférentiel de souscription aux porteurs d'ORA en cas de coup d'accordéon<sup>22</sup>.

Il convient avant tout de déterminer sur quoi porterait ce droit préférentiel de souscription. Le droit préférentiel de souscription, s'il existe, doit porter sur les actions émises lors de l'augmentation de capital à laquelle est conditionnée l'opération de réduction de capital à zéro. Ainsi, les porteurs d'ORA disposeraient du droit de souscrire de manière préférentielle à cette augmentation de capital.

Avant d'envisager si une telle solution est possible ou souhaitable (B), il convient d'étudier la solution retenue pour les actionnaires se trouvant dans la même situation (A).

### ***A - Le droit préférentiel de souscription des actionnaires en cas de coup d'accordéon***

La loi ou la jurisprudence ne confèrent pas aux actionnaires de droit préférentiel de souscription en cas de coup d'accordéon. Pour autant, elles ne semblent pas leur interdire. Deux hypothèses se défendent : ne pas reconnaître aux actionnaires un droit préférentiel de souscription, ou le leur reconnaître.

On pourrait penser que le capital ayant été réduit à zéro, les actions ont disparu ; leur valeur nominale étant nulle ou elles peuvent avoir été annulées. Si les actions ont disparu, on en déduit raisonnablement qu'aucun droit préférentiel de souscription ne subsiste en faveur

---

<sup>22</sup> H. Le Nabasque, "Le sort des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital face à une réduction de capital à zéro ou Du coup d'accordéon au coup de Trafalgar", in *Les défis actuels du droit financier*, sous la dir. A. Couret et C. Malecki, Joly Éditions, coll. Pratique des affaires, 2010, p. 129 s.

des anciens actionnaires. Pour justifier le maintien d'un droit préférentiel de souscription en pratique, on peut avancer que ce droit ne serait qu'un droit contractuel conférer lors de la réduction de capital.

On peut aussi imaginer que la réduction de capital à zéro n'est valable que sous la condition suspensive de l'augmentation du capital jusqu'au minimum légal, comme l'a affirmé la jurisprudence<sup>23</sup>. Ainsi, certains auteurs<sup>24</sup> ont affirmé que la réduction de capital n'est pas effectivement réalisée tant que l'augmentation de capital n'a pas eu lieu. La réduction de capital étant suspendue à la réalisation de la condition : l'augmentation de capital. Or l'opération d'augmentation de capital nécessite un certain temps : la durée de souscription ne peut être inférieure à cinq jours au minimum<sup>25</sup>. La réduction de capital étant suspendue, tant que cette période de souscription n'est pas terminée – tant que l'augmentation de capital n'est pas réalisée – les titres anciens n'ont pas disparu. Les titres demeurant jusqu'à la réalisation de l'augmentation de capital, il paraît logique que les anciens actionnaires disposent toujours de leurs droits préférentiels de souscription.

Il faut donc considérer, comme c'est l'usage le plus répandu en pratique, et l'avis le plus large dans la doctrine, que les actionnaires conservent un droit préférentiel de souscription en cas de coup d'accordéon. Demeure la question de savoir si ce droit de souscription peut être étendu aux valeurs mobilières composées.

### ***B - L'opportunité du droit préférentiel de souscription reconnu aux porteurs d'ORA***

L'article L. 228-98 précise dans son dernier alinéa que les droits des porteurs de valeurs mobilières composées sont réduits "*comme s'ils les avaient exercés avant la date à laquelle la réduction de capital est devenue définitive*". De l'article deux analyses sont possibles.

---

<sup>23</sup> Cour de cassation, chambre commerciale, 17 mai 1994, *Bull. civ. IV, n°183*

<sup>24</sup> H. Le Nabasque, "*Le sort des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital face à une réduction de capital à zéro ou Du coup d'accordéon au coup de Trafalgar*", in *Les défis actuels du droit financier*, sous la dir. A. Couret et C. Malecki, Joly Éditions, coll. Pratique des affaires, 2010, p. 129 s.

<sup>25</sup> Art. L. 225-141 du Code de commerce

Des auteurs voient dans la lettre de l'article la subsistance des titres de créances composées<sup>26</sup> ; ceux-ci ne disparaissant qu'au moment de la réduction effective de capital, c'est-à-dire au moment de l'augmentation de capital. Les porteurs étant considérés comme ayant exercé leurs droits avant la date à laquelle la réduction de capital a eu lieu bénéficieraient pour ces droits ainsi exercés d'un droit préférentiel de souscription.

Cette analyse paraît pourtant extrêmement osée. En effet, l'article pose une présomption : les porteurs de valeurs mobilières composées sont présumés avoir exercé les droits attachés à leurs titres avant la réduction de capital. Cependant, cette présomption ne joue pas de manière générale. Elle joue dans le cas très particulier de la réduction des droits des porteurs : c'est pour calculer la réduction des droits des porteurs que l'on considère qu'ils ont exercé ces droits. Ainsi, si une société décide de réduire son capital, la présomption jouera uniquement pour déterminer la portion des droits réduite du porteur. Cette présomption ne donne aucun droit au porteur. Elle ne se substitue à aucun moment au contrat d'émission qui détermine à quel moment le porteur peut exercer les droits attachés à ces valeurs mobilières composées. Cette présomption n'a qu'un rôle mécanique et mathématique. Comment alors, à partir de cette présomption donner un droit préférentiel de souscription aux porteurs d'ORA ? Pour confier un droit préférentiel de souscription, il faudrait se fonder sur l'équité, ce que le droit français admet difficilement.

De plus, concernant la proportion du capital concerné par le droit préférentiel de souscription des porteurs d'ORA, on peut admettre que les porteurs se verraient reconnaître un droit préférentiel de souscription à hauteur de la portion de capital à laquelle ils auraient pu souscrire si la réduction de capital n'avait jamais eu lieu<sup>27</sup>. Mais ce droit préférentiel de souscription viendrait réduire celui des anciens actionnaires, venant les diluer. Cette dilution ne semble pas choquante : en effet, les actionnaires acceptent en émettant des ORA d'être dilués au moment du terme du contrat de souscription des valeurs mobilières.

---

<sup>26</sup> H. Le Nabasque, *“Le sort des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital face à une réduction de capital à zéro ou Du coup d'accordéon au coup de Trafalgar”*, in *Les défis actuels du droit financier*, sous la dir. A. Couret et C. Malecki, Joly Éditions, coll. Pratique des affaires, 2010, p. 129 s.

<sup>27</sup> A. Sotiropoulou, *“Coup d'accordéon et droits des porteurs d'obligations remboursables en actions”*, *Bulletin Joly Sociétés*, 1<sup>er</sup> févr. 2012, n°2, p. 133

Mais, qu'en est-il en cas de réduction de capital à zéro sans conservation du droit préférentiel de souscription par les anciens actionnaires ? Les porteurs d'ORA conserveraient-ils toujours leur droit préférentiel de souscription ou celui-ci disparaîtrait-il également du fait que les anciens actionnaires, qui eux-seuls avaient accepté la dilution, ont refusé la conservation de leur droit préférentiel de souscription ? Comment concilier l'abandon du droit préférentiel de souscription des anciens actionnaires et un nouvel investisseur qui souscrit à l'augmentation de capital, et un droit préférentiel de souscription reconnu aux porteurs d'ORA ? Ces difficultés ne semblent pas théoriques et pourraient se poser en pratique, si bien qu'il semble plus mesuré de répondre simplement : en principe, les porteurs de valeurs mobilières composées ne bénéficient pas *ab initio* d'un droit préférentiel de souscription. Néanmoins, ce droit peut leur être conféré par l'assemblée générale des actionnaires, par exemple lorsqu'elle statue sur l'émission des valeurs mobilières composées.

La question du droit préférentiel de souscription n'est pas la seule laissée sans réponse par la loi. En effet, comme l'indique Hervé Le Nabasque, l'article L. 228-98 alinéa 4 "*fixe – autoritairement – les conséquences que la réduction de capital entraîne pour les porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital*", laissant les questions de procédure et de consultation de ces porteurs sans réponse. Face à cette lacune, la jurisprudence a apporté un complément au régime des ORA.

## **CHAPITRE 2 - LE COMPLÉMENT JURISPRUDENTIEL AU RÉGIME DES ORA**

Comme on l'a vu précédemment, l'article L. 228-98 dispose que les droits des porteurs d'ORA sont réduits à proportion de la réduction de capital. Ainsi, en cas de réduction à zéro du capital, les porteurs d'ORA perdent tous leurs droits donnant accès au capital. Néanmoins, la loi se montre silencieuse sur les modalités et sur la procédure permettant de dépouiller les porteurs d'ORA de leurs droits. La jurisprudence est donc intervenue, inspirée par des auteurs, pour mettre en place un régime à suivre dans une pareille situation : les porteurs d'ORA doivent être consultés<sup>28</sup>.

Nous opposerons donc par la suite le régime légal comprenant les dispositions légales prévues au sein du Code de commerce et directement applicable, des interprétations jurisprudentielles – s'appuyant sur les dispositions du Code de commerce – formant, elles, le régime dit *complémentaire*. Afin de comprendre la mise en place de ce régime, il faut revenir aux fondements de cette décision (section 1), avant d'étudier les conséquences de ce régime complémentaire (section 2).

### **SECTION 1 - LES FONDEMENTS DU RÉGIME COMPLÉMENTAIRE**

Le régime dégagé par la jurisprudence revêt une portée générale valant pour toutes les ORA. Cependant, l'affaire Uniross portée en dernier lieu devant la Cour de cassation présente des éléments de réflexion permettant de comprendre les raisons de ce régime. Il est donc nécessaire de déterminer les éléments à l'origine de ce régime (§ 1), puis de confronter les différents raisonnements envisagés (§ 2).

---

<sup>28</sup> Cour de cassation, chambre commerciale, 10 juill. 2012, n°11-22.898 ; cour d'appel de Paris, 28 juin 2011, pôle 5, chambre 8, RG n°10/19746

## **§ 1 - Les éléments déterminants**

La solution dictée par la Cour de cassation trouve son origine tant dans des caractéristiques générales que l'on retrouve dans tous les cas de figure (A) que d'éléments particuliers propres à l'affaire Uniross (B).

### ***A - Les éléments généraux***

Les porteurs d'ORA souffrent d'une double difficulté : la nature des ORA qui fait que le remboursement se fait exclusivement en actions, et le jeu de l'article L. 228-98 faisant disparaître tout remboursement pour les porteurs d'ORA en cas de réduction du capital à zéro. La conséquence de la réduction de capital à zéro est donc autant funeste pour les porteurs d'ORA qu'elle est salvatrice pour la société émettrice. En effet, pour cette dernière, l'avantage d'une réduction de capital à zéro est double. L'opération permet d'apurer les pertes de la société et d'éteindre la dette obligataire contractée sous forme d'ORA.

Le double inconvénient pour les porteurs d'ORA s'oppose au double avantage pour la société émettrice. Ces caractéristiques générales s'accompagnent d'éléments particuliers propres à l'affaire Uniross.

### ***B - Les éléments particuliers : l'affaire Uniross***

En l'espèce, la société Uniross SA était une holding tête de groupe. Elle a rencontré en 2006 des difficultés financières et a donc recherché de nouveaux investisseurs pour pallier cette situation. À cette fin, elle a émis le 31 octobre 2007 des ORA dont le remboursement devait s'effectuer en trois temps, chaque année jusqu'au 31 décembre 2010, avec un taux d'intérêt de 3,5% l'an. Malgré l'émission des ORA, les difficultés financières se sont prolongées et la société a demandé l'ouverture d'une procédure de sauvegarde, prononcée le 20 octobre 2008. La créance de la masse des porteurs d'ORA a été déclarée puis admise à la procédure.

Durant cette période, un investisseur extérieur a manifesté son intérêt pour la société, si le capital était réduit à zéro et que le droit préférentiel de souscription supprimé pour l'augmentation de capital suivant.

Dans le cadre du plan de sauvegarde, l'assemblée générale des porteurs d'ORA du 29 mai 2009 a décidé le remboursement des créances à 100 % sur 10 ans, sans intérêts. Durant la même assemblée générale, il a été précisé que le coup d'accordéon, s'il était réalisé, aurait pour conséquence d'annuler les ORA. Le plan de sauvegarde a été arrêté par jugement le 15 juin 2009.

Suite à une assemblée générale extraordinaire du 29 mai 2009, le conseil d'administration a décidé la réduction du capital à zéro avec suppression partielle du droit préférentiel de souscription. Le 3 juillet 2009, le conseil d'administration a constaté l'annulation de toutes les ORA émises.

Le représentant des porteurs d'ORA a formé par la suite tierce opposition au jugement arrêtant le plan.

Les faits ont donné lieu à différentes interprétations quant aux solutions à retenir.

## **§ 2 - Les différents raisonnements possibles**

Des pratiques et usages décrits précédemment, plusieurs solutions ont été avancées. Elles s'articulent autour de deux idées : la non consultation des porteurs d'ORA (A), ou la consultation des porteurs d'ORA (B).

### ***A - La non consultation des porteurs d'ORA***

La non consultation des porteurs d'ORA était l'argument avancé par la société émettrice dans l'affaire Uniross (1). Cette argumentation a convaincu le tribunal de commerce qui en a validé le raisonnement (2).

## **1 - Les arguments de la société émettrice**

La société Uniross, émettrice des ORA, estimait que les porteurs d'ORA n'avaient pas à être consultés. Elle considérait que les porteurs d'ORA avaient été informées des conséquences d'une réduction de capital sur leurs droits, et qu'ainsi ils avaient pleinement conscience des conséquences de la réduction de capital à zéro sur leurs droits.

Elle s'opposait également à la lecture extensive de l'article L. 228-103, en affirmant que cet article ne prévoit à aucun moment une consultation préalable de la masse avant une réduction de capital. Elle excluait donc toute consultation des porteurs d'ORA sur le fondement de l'article L. 228-103, et faisait reposer son argumentation sur les dispositions lacunaires de l'article L. 228-98.

Le tribunal, apparemment convaincu par cette argumentation, a retenu la même solution.

## **2 - La solution retenue par le tribunal de commerce**

Le tribunal de commerce avait retenu en première instance une lecture semblable à celle de la société émettrice.

Le juge de première instance avait retenu que *“si la modification du capital social a une conséquence juridique sur les conditions dans lesquelles les obligataires vont avoir accès ou non au capital, elle ne constitue pas une modification du contrat d'émission, que les dispositions de l'article L228-103 du code de commerce ne visent que de telles modifications”*. Le juge ne se contentait donc pas d'affirmer que l'article L. 228-103 ne trouvait pas à s'appliquer en l'espèce, mais rejetait fermement son application : jugeant incompatibles les termes de l'article et les faits de l'espèce.

Cette solution ne convenait pas aux porteurs d'ORA, qui estimaient qu'ils auraient du être consultés. Ils ont donc formé appel pour faire triompher leur argumentation.

## ***B - La consultation des porteurs d'ORA***

D'après les porteurs d'ORA, leur non consultation est incompatible avec les dispositions de l'article L. 228-103 du Code de commerce. Ils ont donc soutenu devant les juridictions la thèse de la consultation des porteurs d'ORA (1), position reprise par la cour d'appel de Paris (2).

### **1 - Les arguments des porteurs d'ORA**

Les porteurs d'ORA fondaient leur argumentation sur l'article L. 228-103 du Code de commerce, qui dispose que *“les assemblées générales des titulaires de ces valeurs mobilières sont appelées à autoriser toutes modifications au contrat d'émission et à statuer sur toute décision touchant aux conditions de souscription ou d'attribution de titres de capital déterminées au moment de l'émission”*.

Ils avançaient que ce texte imposait à la société émettrice de convoquer l'assemblée générale des porteurs d'ORA afin d'autoriser l'opération de réduction de capital. En l'absence d'une telle convocation, et du premier remboursement en actions, les porteurs d'ORA en déduisaient que la société avait modifié les conditions d'attribution des titres de capital. Or, comme le prévoit l'article L. 228-103, la modification des conditions d'attribution auraient du faire l'objet d'une consultation de l'assemblée des porteurs d'ORA.

Les porteurs demandaient donc que les dispositions relatives à la réduction de capital ne leur soient pas opposables. La cour d'appel de Paris, retenant leur raisonnement a été plus loin.

### **2 - La solution retenue par la cour d'appel de Paris**

Par un arrêt du 28 juin 2011<sup>29</sup>, la cour d'appel de Paris a prononcé la nullité du plan de sauvegarde de la société Uniross, rendant inopposable la réduction du capital aux porteurs d'ORA. Se fondant sur l'article L. 228-103 du Code de commerce, elle affirme que *“l'opération de réduction du capital à zéro et l'annulation des ORA qui s'en est suivi, touchent*

---

<sup>29</sup> Cour d'appel de Paris, 28 juin 2011, pôle 5, chambre 8, RG n°10/19746

*à l'évidence aux conditions d'attribution de titres de capital déterminées au moment de l'émission de sorte que cette opération nécessitait l'approbation préalable de l'assemblée des obligataires*".

Constatant une violation de cet article, la cour d'appel a appliqué l'article L. 228-104 qui prévoit la nullité des "*délibérations [...] prises en violation*" de l'article 228-103.

Cette solution était appelée au sein de la doctrine, permettant de mettre "*un coup d'arrêt non moins vigoureux à certaines pratiques de restructuration sauvage qui aboutissaient à une spoliation silencieuse des porteurs d'ORA*"<sup>30</sup>.

La cour d'appel de Paris a donc infirmé la décision du tribunal, en retenant que les porteurs d'ORA auraient du être consultés préalablement à la réduction de capital. La Cour de cassation a validé l'analyse de la cour d'appel, et a appliqué l'article L. 228-103 du Code de commerce.

## **SECTION 2 - LES CONSÉQUENCES DU RÉGIME COMPLÉMENTAIRE**

La chambre commerciale de la Cour de cassation a retenu, par un arrêt du 10 juillet 2012<sup>31</sup>, que la cour d'appel "*ayant exactement retenu que l'opération de réduction du capital à zéro et l'annulation consécutive des obligations remboursables en actions touchaient aux conditions d'attribution de titres de capital déterminées au moment de l'émission, [...] en a déduit à bon droit que l'assemblée générale des obligataires aurait dû être préalablement appelée à statuer sur cette opération en application de l'article L. 228-103, alinéa 2, du code de commerce*".

Il convient d'établir clairement l'étendue de la décision de la Cour de cassation (§ 1), afin de cerner avec précision la portée du régime (§ 2).

---

<sup>30</sup> A. Gaudement, "*Coup d'accordéon : consultation impérative des porteurs d'ORA*", *Revue des sociétés* 2012, p. 165

<sup>31</sup> Cour de cassation, chambre commerciale, 10 juill. 2012, n°11-22.898

## § 1 - L'étendue de la décision de la Cour de cassation

Dans cet arrêt du 10 juillet 2012, la Cour de cassation a dû se prononcer sur deux moyens de fonds, et un moyen de procédure. Le moyen de procédure a d'ailleurs donné lieu à cassation partielle de l'arrêt de la cour d'appel mais n'intéresse en aucun cas la présente étude.

La question était, en premier lieu, de savoir si la masse des porteurs d'ORA subsistait alors que les ORA étaient annulées du fait de la réduction du capital à zéro. La Cour de cassation évacue le problème en expliquant que *“la masse des titulaires des obligations remboursables en actions subsiste tant qu'il n'a pas été définitivement statué sur leurs droits”*. En retenant que la tierce opposition avait pour motif d'établir si les droits des porteurs d'ORA avaient été respectés ou non, la Cour de cassation conclut que la masse demeurait tant que leurs droits n'étaient pas définitivement fixés.

La question la plus importante sur laquelle la Cour de cassation devait se prononcer concernait la procédure à suivre en cas de réduction de capital, s'agissant de la consultation ou non des porteurs d'ORA. La Cour de cassation a validé l'interprétation de la cour d'appel et estimé que les porteurs d'ORA auraient dû être consultés préalablement sur le fondement de l'article L. 228-103 alinéa 2 du Code de commerce. Elle estime que le raisonnement de la cour d'appel est valide et que l'article L. 228-103 alinéa 2 devait être interprété comme établissant le régime procédural applicable à la société émettrice et aux porteurs d'ORA en cas de réduction de capital.

Cette solution laisse néanmoins certaines questions sans réponse ce qui conduit à s'interroger sur la portée de ce régime complémentaire.

## **§ 2 - La portée du régime complémentaire**

La Cour de cassation énonce que “ *l'opération de réduction du capital à zéro et l'annulation consécutive des obligations remboursables en actions touchaient aux conditions d'attribution de titres de capital déterminées au moment de l'émission*”. Ainsi, la Cour de cassation ne revient pas sur les effets que produit la réduction de capital à zéro et confirme par la même l'application de l'article L. 228-98 du Code de commerce (A), mais ajoute que les porteurs d'ORA auraient du être consultés préalablement à l'opération, et ce sur le fondement de l'article L. 228-103 alinéa 2 (B).

### ***A - La confirmation de l'application du régime légal***

La Cour de cassation confirme l'application de l'article L. 228-98 alinéa 4 du Code de commerce en cas de réduction du capital à zéro. En reconnaissant que l'opération de réduction du capital à zéro avait eu pour effet d'annuler les titres, elle fait une application stricte du texte. L'article L. 228-98 ne laissait certes aucun doute sur le sort des ORA en cas de réduction de capital, mais certains auteurs estiment que son application n'avait pas lieu d'être<sup>32</sup>. La Cour de cassation rappelle la solution à laquelle conduit l'article L. 228-98 sans le mentionner, et c'est à raison, car l'article L. 228-98 n'a aucun lien avec la question posée. En effet, le pourvoi posait uniquement une question quant à la consultation des porteurs d'ORA, non sur le sort des ORA en cas de réduction de capital.

### ***B - L'ajout d'un régime procédural en cas de réduction de capital à zéro***

La Cour de cassation impose en cas de réduction de capital de consulter les porteurs d'ORA sur le fondement de l'article L. 228-103 alinéa 2 du Code de commerce. Cet article dispose que “ *les assemblées générales des titulaires de ces valeurs mobilières sont appelées à autoriser toutes modifications au contrat d'émission et à statuer sur toute décision touchant aux conditions de souscription ou d'attribution de titres de capital déterminées au moment de*

---

<sup>32</sup> F.-X. Lucas, “*Traitement des ORA en cas de coup d'accordéon décidé par la société émettrice*”, *Bulletin Joly Sociétés*, 1<sup>er</sup> nov. 2012, n°11, p. 810

*l'émission*". La surprise ne vient pas tellement de l'application de l'article qui avait été appelé au sein de la doctrine<sup>33</sup>, mais de la justification lapidaire de la solution. La chambre commerciale de la Cour de cassation ne s'est guère embarrassée d'explications précisant en quoi la réduction de capital touche aux conditions d'attribution de titres de capital déterminées au moment de l'émission. On peut donc imaginer qu'il faille se référer à l'arrêt de la cour d'appel. Pourtant, l'arrêt de la cour d'appel de Paris est tout aussi sybillin sur ce point ; elle se réfère à l'évidence : la réduction de capital à zéro touche "*à l'évidence*" aux conditions d'attribution des titres de capital.

Il convient également se demander si l'article L. 228-103 s'applique uniquement en cas de réduction de capital à zéro ou à toute réduction de capital. La Cour de cassation semble répondre à cette question en précisant que seule "*l'opération de réduction du capital à zéro*" de laquelle découle "*l'annulation consécutive des obligations remboursables en actions*", du fait de l'application de l'article L. 228-98, "*touchaient aux conditions d'attribution de titres de capital déterminées au moment de l'émission*". Or c'est précisément si la réduction de capital touche aux conditions d'attribution des titres de capital que l'article L. 228-103 trouve à s'appliquer.

On peut également être surpris de la nuance dont fait preuve de la Cour de cassation. Là où la cour d'appel nécessitait "*l'approbation préalable de l'assemblée des obligataires*", la Cour de cassation fait une lecture stricte du texte : "*l'assemblée générale des obligataires aurait dû être préalablement appelée à statuer*". La Haute Juridiction ne fait que rappeler les termes exacts du texte, mais il faut se poser la question du sens qu'elle donne au mot "*statuer*". En ne reprenant pas vraiment les termes employés par la cour d'appel, la Cour de cassation semble valider l'interprétation faite par les juges du fond : il faut l'approbation des porteurs d'ORA, si bien que la consultation lie l'assemblée générale des actionnaires. Néanmoins, on peut se demander si le législateur en utilisant, à l'alinéa 2 de l'article L. 228-103, dans un premier temps le mot "autoriser", puis dans un second le terme de "statuer"

---

<sup>33</sup> H. Le Nabasque, "*Le sort des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital face à une réduction de capital à zéro ou Du coup d'accordéon au coup de Trafalgar*", in *Les défis actuels du droit financier*, sous la dir. A. Couret et C. Malecki, Joly Éditions, coll. Pratique des affaires, 2010, p. 129 s.

n'a pas voulu introduire une différence de traitement, et donc une force différente aux consultations de la masse des obligataires.

L'arrêt ne nous permet pas d'apporter la réponse, il se prononce en effet uniquement sur la sanction de la non consultation, et non sur la sanction du non-respect de la décision de l'assemblée des obligataires. De fait, en décidant d'appliquer l'article L. 228-103, la Cour de cassation, en constatant l'absence de consultation n'avait d'autre choix que de prononcer la nullité des mesures prises sur le fondement de l'article L. 228-104 du Code de commerce<sup>34</sup>.

Cette interprétation de l'article L. 228-103 rencontre tout de même une certaine résistance d'une part de la doctrine. En effet, outre l'argument consistant à dire que la consultation reviendrait à donner un droit de veto aux porteurs d'ORA, leur permettant ainsi d'imposer leur décision aux actionnaires, en continuant la lecture extensive initiée par la Cour de cassation, *“il faudrait alors considérer que cette disposition s'applique généralement à toute opération de réduction de capital social motivée par des pertes, les droits des porteurs de VMDAC étant alors réduits en proportion du montant de la réduction”*<sup>35</sup>. Cette interprétation tout aussi extensive fait l'objet d'une certaine rigueur vis-à-vis des textes qui ne dissocient pas les ORA des autres VMDAC. Pourtant, il semble peu probable que ce régime complémentaire trouve son application pour les autres VMDAC, laissant la question de l'uniformisation du régime des VMDAC ouverte.

---

<sup>34</sup> V. Annexes

<sup>35</sup> A. Sotiropoulou, *“Coup d'accordéon et droits des porteurs d'obligations remboursables en actions”*, *Bulletin Joly Sociétés*, 1<sup>er</sup> févr. 2012 n°2, p. 133

## **PARTIE 2 - LE RÉGIME APPLICABLE AUX AUTRES VALEURS MOBILIÈRES DONNANT ACCÈS AU CAPITAL SOCIAL**

L'ordonnance du 24 juin 2004<sup>36</sup>, avait pour vocation d'uniformiser le régime des valeurs mobilières composées. En donnant un régime commun à tous les titres composés, l'ordonnance voulait simplifier le mille-feuilles législatif qui s'était formé durant les quarante dernières années. On peut estimer aujourd'hui que cet objectif est partiellement réussi. Actuellement, les dispositions légales s'appliquent indistinctement aux obligations composées. Dans l'hypothèse d'une réduction de capital, l'article L. 228-98 alinéa 4 du Code de commerce s'impose autant pour les obligations convertibles en actions, les obligations échangeables en actions, les obligations avec bons de souscription d'actions, que pour les obligations remboursables en actions. On peut donc conclure aisément, que le régime, que l'on peut qualifier de légal, s'applique uniformément à toutes les valeurs mobilières donnant accès au capital social.

Cependant, cette réussite légale se trouve assombrie par les récentes positions de la jurisprudence. En effet, le régime, dit complémentaire, né de l'interprétation de la Cour de cassation sous l'influence d'une partie de la doctrine, trouve une justification pour les ORA. Si on peut douter du bien-fondé de cette justification pour les ORA, l'argumentation peut se défendre. En revanche, il est beaucoup plus difficile d'étendre ce régime complémentaire aux autres valeurs mobilières composées, faisant renaître le spectre d'une désunion au sein du régime des titres composés. Si les solutions jurisprudentielles, anciennes ou nouvelles, semblent inadaptées (chapitre 1), l'objectif d'unité du régime des titres composés demeure accessible par un retour au droit commun des obligations (chapitre 2).

---

<sup>36</sup> Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale

## **CHAPITRE 1 - DES SOLUTIONS ENVISAGEABLES MAIS INADAPTÉES**

Comme pour les ORA, les VMDAC, de manière générale, ne dispose pas d'un régime procédural en cas de réduction de capital. L'article L. 228-98 est tout aussi lacunaire. En effet, ce dernier ne distingue pas au sein de la catégorie des VMDAC : l'absence de solution pour les ORA rejaillit donc sur les autres valeurs mobilières composées. Les ORA se sont retrouvées en première ligne car les effets de la réduction de capital à zéro sont plus radicales. Néanmoins, les questions soulevées à l'occasion d'une réduction de capital à zéro en cas d'émission antérieure d'ORA, se posera dans le futur devant les juridictions pour les autres VMDAC. Il convient donc d'anticiper et d'apporter un élément de réponse à ces questions. Si la généralisation de la solution apportée pour les ORA semble impossible (section 1), l'ancienne interprétation a contrario de l'article L. 228-98 alinéa 4 semble tout autant inadapté (section 2).

### **SECTION 1 - L'IMPOSSIBLE GÉNÉRALISATION DU RÉGIME DES ORA**

La généralisation du régime des ORA semble impossible concernant les autres VMDAC. Cette impossibilité découle de la nature de ces autres VMDAC. Il faut donc dans un premier temps étudier les principales valeurs mobilières composées – exception faite des ORA – (§ 1), puis insister sur les conséquences moins radicales de la réduction de capital à zéro sur ces titres composés (§ 2).

#### **§ 1 - Les principales valeurs mobilières donnant accès au capital social**

La pratique a tendance à s'affranchir des modèles théoriques s'appliquant aux valeurs composées, en utilisant toute la liberté contractuelle mise à leur disposition. Néanmoins, les principales figures théoriques demeurent intéressantes à étudier. En effet, les praticiens utilisent toujours ces modèles comme base à leurs produits juridiques. Ainsi, trois valeurs mobilières composées seront successivement analysées : les obligations convertibles en

actions (A), les obligations échangeables en actions (B), puis les obligations à bons de souscription d'actions (C).

### ***A - Les obligations convertibles en actions***

Les obligations convertibles en actions sont très proches des obligations simples. En effet, l'OCA comprend toutes les caractéristiques principales d'une obligation, tout en donnant la faculté à son porteur de la convertir en action. Les modalités de cette conversion sont en général déterminées dans le contrat d'émission qui stipule la parité et les délais de conversion. Lors de la conversion, l'obligation disparaît et le porteur se trouve détenteur d'une action selon la parité déterminée dans le contrat d'émission.

La définition des OCA (A) précédera l'analyse de leur utilisation (B).

#### **1 - Définition des OCA**

Les OCA se définissent principalement par la faculté octroyée à leur porteur de convertir son obligation en action. Il faut donc déterminer l'émission des OCA (a) avant de voir leur conversion (b).

##### ***a - L'émission d'OCA***

Tout comme les ORA, l'émission des OCA est régie par l'article L. 228-92 du Code de commerce<sup>37</sup>. Les mêmes dispositions s'appliquent en effet à toutes les valeurs mobilières composées.

Les actionnaires bénéficient en cas d'émission d'OCA d'un droit préférentiel de souscription, puisque l'émission d'OCA s'accompagne d'une augmentation du capital. Ce droit est souvent abandonné au profit d'une période de souscription prioritaire réservée aux actionnaires.

---

<sup>37</sup> V. Annexes

Le contrat d'émission précise certains éléments déterminants : la parité et le délai de conversion. La parité établit la proportion d'actions à laquelle ouvre droit une obligation convertible. Une obligation convertible peut donner le droit à deux actions ou il peut être nécessaire d'avoir deux obligations convertibles pour obtenir trois actions. La liberté contractuelle joue pleinement en la matière. De plus, le contrat d'émission précise la période durant laquelle les porteurs d'obligations convertibles peuvent convertir leurs obligations en actions. Cette période peut être déterminée précisément ou le contrat peut prévoir qu'elle est possible à tout moment.

### ***b - La conversion des OCA***

La conversion est le moment charnière dans la vie d'une OCA : passant du statut d'obligation à celui d'action. Étant dans un premier temps une obligation, l'OCA est rémunérée par un intérêt fixe souvent plus faible que l'intérêt servi à une obligation. La justification de la différence de l'intérêt réside dans l'option offerte au porteur de l'OCA de convertir son obligation. Tant que la conversion n'est pas effectuée, le porteur bénéficie d'une certaine protection, puisque certaines opérations sont interdites<sup>38</sup>, notamment celles touchant à la distribution de dividendes.

Lorsque la période de conversion s'ouvre, le porteur d'OCA a alors la faculté de convertir ses obligations. Les modalités de conversion sont régies par le contrat d'émission, mais une constante demeure : si le porteur décide de convertir ses obligations, il souscrit à une augmentation de capital pour laquelle les actionnaires ont abandonné leur droit préférentiel de souscription. Si le porteur décide de ne pas convertir son OCA, alors il conserve une obligation qui sera remboursée à terme.

Les OCA apparaissent comme un élément juridique et un outil financier extrêmement flexible.

---

<sup>38</sup> Art. L. 228-98 alinéas 1 et 2 du Code de commerce

## **2 - L'utilisation des OCA**

Du fait de la grande flexibilité de leur modèle, les OCA sont souvent utilisées dans la pratique. Outre la liberté contractuelle, apparaissent des avantages et des inconvénients, tant pour le souscripteur (a) que pour la société émettrice (b).

### ***a - Les avantages et les inconvénients pour le souscripteur d'OCA***

L'intérêt principal de l'OCA réside dans la faculté qui est offerte au porteur de convertir ou non son obligation en action. En effet, il bénéficie des avantages de l'obligation, à savoir un revenu fixe, et de l'espoir d'une éventuelle plus-value sur la valeur de l'action. Si jamais l'action présentait un cours inférieur à celui envisagé, l'obligataire pourrait toujours préférer se faire rembourser en numéraire. Il jouit donc d'une grande liberté et d'une sécurité dans son investissement.

L'inconvénient majeur de l'OCA réside dans le fait que la rémunération fixe de la partie obligataire est inférieure à la rémunération d'une obligation simple.

Pour le souscripteur, l'OCA est donc un produit financier spéculatif qui offre une certaine sécurité par l'option qu'elle confère de convertir ou non l'obligation en action.

### ***b - Les avantages et les inconvénients pour la société émettrice d'OCA***

L'OCA présente un intérêt pour la société émettrice en ce qu'elle permet un financement de l'entreprise à un faible coût – la rémunération de la partie obligataire étant faible – et parce que le financement peut permettre d'augmenter les capitaux propres de la société. Les OCA peuvent figurer au sein du bilan financier dans la catégorie des "fonds propres", permettant par exemple pour les banques de respecter à faible coût les ratios exigés par le Comité de Bâle.

Le principal inconvénient pour la société émettrice est l'aléa dans lequel elle se place. Elle n'a aucun élément de prévision lui permettant de savoir si, à terme, le souscripteur convertira ou non son titre de créance en action. Cet aléa se transforme donc en risque de visibilité pour la société.

Les OCA sont donc des instruments d'ingénierie financière qui trouvent un intérêt autant pour la société émettrice que pour l'émetteur. Les investisseurs peuvent également opter pour un autre instrument financier voisins : les obligations échangeables.

### ***B - Les obligations échangeables en actions***

Les obligations échangeables en actions sont très proches des obligations simples : les OEA sont des obligations bénéficiant d'une option permettant à un moment déterminé d'échanger l'obligation contre une action. Ainsi, en cas d'échange, l'obligation disparaît et le porteur d'OEA devient actionnaire de la société émettrice. Les OEA ressemblent par certains aspects aux OCA mais la différence réside dans le fait que pour les OEA les actions échangées existent avant l'échange, tandis qu'il faut procéder à une augmentation de capital pour les OCA. Cette différence a des conséquences notamment sur l'absence d'augmentation de capital pour les OEA et l'absence d'effet de dilution.

Les OEA sont néanmoins beaucoup moins utilisées en pratique du fait des contraintes légales au moment de l'émission. Seules les sociétés offrant leurs titres au public ou dont les titres sont admis sur un marché réglementé peuvent émettre des OEA.

La pratique a, en revanche, plus souvent recours aux OCEANE, introduites en droit par la loi du 2 juillet 1998<sup>39</sup>. La définition des OCEANE (A) précédera l'analyse de leur utilisation (B).

#### **1 - Définition des OE obligations échangeables**

L'OCEANE est à mi-chemin entre l'OCA et l'OEA. L'émetteur obtient ainsi la possibilité de choisir de servir des actions nouvelles ou anciennes au porteur souhaitant accéder au capital. Le choix entre actions anciennes ou nouvelles appartient à l'émetteur qui peut décider une augmentation de capital – en optant pour la conversion des obligations – ou une attribution d'actions anciennes qu'il aura préalablement racheté – en optant pour

---

<sup>39</sup> Loi n°98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier

l'échange des obligations –. Il est également possible d'opter pour les deux, en proposant de convertir certaines obligations et d'échanger les autres.

L'objectif de ce titre complexe est d'amoindrir l'effet de dilution qui est la conséquence des obligations convertibles. Les OCEANE présentent en pratique de multiples usages.

## **2 - Utilisation des OCEANE**

Les OCEANE présentent de nombreux avantages, tant pour l'émetteur (a) que pour le souscripteur (b).

### ***a - L'intérêt des OCEANE pour l'émetteur***

Les OCEANE ont une nature hybride renforcée : ce sont des titres composés entre obligations et actions, mais, au sein des titres composés, les OCEANE sont à mi-chemin entre les OCA et les OEA. Elles offrent de par leur nature une grande flexibilité pour l'émetteur lui permettant de s'adapter au mieux en fonction des circonstances. L'émetteur peut donc opter pour une conversion des obligations, et ainsi augmenter son capital, ou alors opter pour un échange permettant une stabilité du capital.

La société émettrice dispose d'une complète maîtrise dans ce choix. Elle peut décider de racheter des actions anciennes, ce qui présente un coût de trésorerie plus important, mais un effet de dilution moindre, ou alors émettre de nouvelles actions par une augmentation de capital.

L'émetteur peut également trouver un intérêt dans la faible rémunération de la part obligataire. Tout comme pour les OCA, le souscripteur bénéficiant d'une option à terme, la rémunération de la partie obligataire est plus faible que pour une obligation simple. Le souscripteur trouve tout de même un intérêt dans les OCEANE.

### ***b - L'intérêt des OCEANE pour le souscripteur***

Pour le souscripteur, l'intérêt du OCEANE est assez proche d'une obligation convertible : il bénéficie d'une option à terme lui permettant de convertir ou d'échanger son titre de créance contre une action. Il a donc l'occasion de réaliser une plus value, d'entrer au capital, ou de se faire rembourser son titre de créance sans perte. Néanmoins, le choix de l'émetteur entre la conversion ou l'échange peut avoir une influence sur la valeur de l'action, selon que l'action est nouvellement émise et vient donc diluer le capital, ou qu'il s'agit d'une action rachetée.

Les OCA, les OEA ou les OCEANE sont donc très proches. Il existe une autre figure – les OBSA – dont l'utilisation en pratique est tout aussi importante, mais dont le schéma juridique est légèrement différent de ces autres valeurs mobilières composées.

### ***C - Les obligations à bons de souscription d'actions***

Les OBSA sont des valeurs mobilières composées comprenant un titre de créance et un titre de capital. Ces titres ont été créés par la loi du 3 janvier 1983<sup>40</sup>. Du fait de leur nature, les OBSA sont très utilisées en pratique. La définition des OBSA (A) précédera l'analyse de leur utilisation (B).

#### **1 - Définition des OBSA**

L'OBSA est un titre composé : elle regroupe une partie obligation et une partie action. Contrairement aux autres valeurs mobilières composées précédentes, ces deux parties ne sont pas exclusives et peuvent cohabiter au même moment. Le porteur d'une OBSA dispose en effet d'un obligation et d'un bon lui permettant de souscrire à une action nouvelle. Au moment de l'émission de l'OBSA, la société émettrice émet une obligation qui sera suivie d'une augmentation de capital. La figure juridique est donc proche de celle des OCA. Néanmoins, contrairement aux OCA, en cas de souscription d'action, l'obligation ne disparaît pas, et la société émettrice demeure débiteur envers le porteur de l'obligation.

---

<sup>40</sup> Loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne

Les OBSA se caractérisent donc par un schéma complexe, fréquemment utilisé en pratique.

## **2 - Utilisation des OBSA**

Les OBSA sont un produit extrêmement flexible, ayant un intérêt tant pour le souscripteur (a) que pour l'émetteur (b).

### ***a - L'intérêt pour le souscripteur d'OBSA***

Les porteurs d'OBSA disposent d'un avantage important dans le fait que le bon soit indépendant de l'obligation, ce qui leur permet de devenir actionnaire en conservant l'obligation, de céder le bon et conserver l'obligation, de céder l'obligation en conservant le bon pour devenir actionnaire ou céder l'obligation et le bon. Les porteurs bénéficient d'une grande liberté dans la gestion de ce produit.

L'OBSA est un produit spéculatif, comme la majorité des valeurs mobilières composées. Toutefois, elle présente une sécurité importante pour le porteur qui conserve en tout état de cause son obligation, bien qu'elle soit faiblement rémunérée, ce qui est un avantage pour la société émettrice.

### ***b - L'intérêt pour la société émettrice d'OBSA***

Grâce au bon adjoint à l'obligation, la rémunération de la part obligataire est plus faible que pour une obligation simple. Ainsi, la société émettrice dispose d'un financement avec un endettement à bas coût, très attractif pour les investisseurs du fait des nombreux avantages que les OBSA leur procurent.

L'OBSA est tout de même un produit risqué pour l'émetteur. En effet, ce dernier peut avoir à réaliser une augmentation de capital, alors que les circonstances sont peu favorables à ce genre d'opération.

Les OBSA, tout comme les OCA ou les OEA, sont des valeurs mobilières composées. À ce titre, elles sont soumises aux dispositions de l'article L. 228-98 alinéa 4 du Code de

commerce concernant la réduction de capital. Pourtant, il semble difficilement concevable de leur appliquer, comme pour les ORA, les dispositions de l'article L. 228-103 alinéa 2, puisque ces valeurs composées ne sont pas annulées en cas de réduction de capital à zéro.

## **§ 2 - L'absence d'annulation des VMDAC en cas de réduction de capital à zéro**

L'étude des principales valeurs mobilières composées nous a permis de tirer l'élément principal de ces figures juridiques : l'option. Contrairement aux ORA – où le remboursement est exclusivement en actions – les autres valeurs mobilières composées peuvent être remboursées par le biais d'une souscription d'actions. Il n'en demeure pas moins qu'en cas de disparition du droit à la souscription d'actions, une alternative existe : un remboursement en numéraire. Il n'y a donc aucune spoliation possible puisque la dette ne disparaît pas.

L'article L. 228-98 alinéa 4 du Code de commerce précise que *“les droits des titulaires des valeurs mobilières donnant accès au capital sont réduits”*. Il faut comprendre par cette formule que ce ne sont que les droits d'accès au capital qui sont réduits, et non tous les droits attachés à ces valeurs composées. La *ratio legis* du texte repose sur l'idée de protection des anciens actionnaires, qui consentant à une réduction de capital, verraient leur participation totalement diluée, de manière excessive par l'exercice de ces droits d'accès au capital. Or, si le droit attaché à la valeur mobilière composée n'est pas un droit d'accès au capital, mais un droit à un intérêt, ou une option entre un remboursement en action ou en numéraire, il faut en déduire que seule la partie donnant accès au capital est réduite. Si bien qu'en cas de réduction de capital à zéro, l'option attachée à une OCA disparaît, mais ce n'est pas le remboursement qui disparaît. Seule la faculté du porteur disparaît, celui-ci n'aura plus de choix, il ne pourra être remboursé qu'en numéraire. En pratique, on peut même estimer que s'il avait eu le choix entre souscrire à des actions d'une valeur de zéro et demander le remboursement en numéraire, il aurait opté pour la solution préservant au mieux ses intérêts patrimoniaux, à savoir le remboursement en numéraire. De même, concernant les OBSA, en cas de réduction de capital à zéro, seul le droit de souscrire à une action disparaît : le bon est donc annulé, mais

l'obligation demeure, et le porteur pourra obtenir le remboursement de son obligation en numéraire.

On constate donc que le porteur d'une valeur mobilière composée, autre qu'une ORA, retrouve au minimum sa mise de départ. Dès lors, comment justifier la consultation des porteurs de VMDAC alors que ceux-ci conservent l'horizon d'un remboursement ? Il faut rappeler qu'à l'origine, c'est l'effet de spoliation et de pure perte des porteurs d'ORA qui a amené la doctrine puis la jurisprudence à l'application de l'article L. 228-103 alinéa 2. La justification ne se retrouve pas pour les autres VMDAC.

Pourtant, par la lecture de l'article L. 228-103 qu'en fait la Cour de cassation, on peut estimer que la réduction de capital à zéro supprimant les droits des porteurs de VMDAC d'accéder au capital et de souscrire à des titres de capital, il faudrait lui appliquer cet article. Cette consultation – quelle que soit sa forme – ne trouverait pas de justification fondée pour toutes les VMDAC.

Après ce développement, on peut tirer deux conséquences. D'une part, l'article L. 228-103 du Code de commerce ne peut pas trouver à s'appliquer pour les autres VMDAC ; la justification avancée pour les ORA ne fonctionnant pas. De plus, on voit que par la lecture *a fortiori* de la solution de la Cour de cassation on arrive au non-sens d'appliquer l'article L. 228-103 à toutes les VMDAC. La conclusion est sans appel : le régime de consultation reconnu par la Cour de cassation n'est pas compatible avec la nature des autres VMDAC empêchant toute généralisation. Ce régime semble également mal adapté aux ORA lorsqu'on considère les ORA comme formant une partie des VMDAC et non pas comme une figure autonome.

Le régime procédural dégagé n'est donc pas adéquate, pourtant, il semble tout aussi inadapté de revenir à la lecture *a contrario* de l'article L. 228-98 alinéa 4 qui a été proposée.

## SECTION 2 - L'IMPOSSIBLE INTERPRÉTATION *A CONTRARIO* DE L'ARTICLE L. 228-98 ALINÉA 4 DU CODE DE COMMERCE

L'interprétation *a contrario* repose sur le fait qu'une loi prévoit des conditions pour l'application d'une règle, et qu'ainsi, si les conditions ne sont pas remplies, la règle inverse s'applique<sup>41</sup>. Cette présentation permet de comprendre facilement et simplement ce qu'est l'interprétation *a contrario*, mais ne permet pas de façon certaine de tenir un raisonnement *a contrario*.

La lecture *a contrario* de l'article L. 228-98 a prévalu jusqu'aux récentes décisions jurisprudentielles et notamment l'arrêt du 10 juillet 2012 de la Cour de cassation. Cette lecture était soutenue par une partie de la pratique et de la doctrine, mais apparaît désormais difficile compte tenu de la lecture extensive proposée par la Cour de cassation de l'article L. 228-103.

Afin de mieux comprendre cette impossibilité d'un retour à une lecture *a contrario*, il faut déterminer la teneur de cette interprétation *a contrario* de l'article L. 228-98 alinéa 4 (§ 1), puis cerner les difficultés rendant cette lecture impossible (§ 2).

### § 1 - La lecture *a contrario* de l'article L. 228-98 alinéa 4

L'interprétation *a contrario* se fonde sur une lecture restrictive de l'article L. 228-98 alinéa 4 en comparaison des alinéas précédents de l'article. L'article L. 228-98 dispose qu'«à dater de l'émission de valeurs mobilières donnant accès au capital, la société appelée à attribuer ces titres ne peut modifier sa forme ou son objet, à moins d'y être autorisée par le contrat d'émission ou dans les conditions prévues à l'article L. 228-103.

*En outre, elle ne peut ni modifier les règles de répartition de ses bénéfices, ni amortir son capital, ni créer d'actions de préférence entraînant une telle modification ou un tel amortissement, à moins d'y être autorisée dans les conditions prévues à l'article L. 228-103 et sous réserve de prendre les dispositions nécessaires au maintien des droits des titulaires des*

---

<sup>41</sup> F. Terré, *Introduction général au droit*, Précis Dalloz, 7<sup>ème</sup> édition, 2006

*valeurs mobilières donnant accès au capital dans les conditions définies à l'article L. 228-99 ou par le contrat d'émission.*

*Sous ces mêmes réserves, elle peut cependant créer des actions de préférence.*

*En cas de réduction de son capital motivée par des pertes et réalisée par la diminution du montant nominal ou du nombre des titres composant le capital, les droits des titulaires des valeurs mobilières donnant accès au capital sont réduits en conséquence, comme s'ils les avaient exercés avant la date à laquelle la réduction de capital est devenue définitive”.*

Des termes de l'article L. 228-98, on peut en déduire une exclusion de l'article L. 228-103 (A) et plus généralement l'exclusion de toute procédure concernant les porteurs de VMDAC en cas de réduction de capital (B).

### ***A - L'exclusion de l'article L. 228-103***

L'exclusion de la procédure de l'article L. 228-103 alinéa 2 du Code de commerce en cas de réduction de capital à zéro repose sur le fait que cette procédure est invoquée au sein des deux premiers alinéas de l'article L. 228-98. La modification de la forme ou de l'objet de la société est interdite, à moins que la procédure de l'article L. 228-103 ne soit respectée<sup>42</sup>. De même, la société ne peut modifier ses règles de répartition du capital, amortir son capital ou émettre des actions de préférence que si elle y est autorisée dans les conditions de l'article L. 228-103 alinéa 2 du Code de commerce<sup>43</sup>.

En revanche, l'article L. 228-98, dans son alinéa 4, ne prévoit en aucun cas le respect de la procédure de l'article L. 228-103 en cas de réduction de capital, se contentant de décrire les conséquences d'une telle réduction de capital sur les droits des porteurs de VMDAC. Alors que le législateur mentionne par deux reprises la procédure de l'article L. 228-103 au sein des deux premiers alinéas, il ne prévoit aucune procédure dans le quatrième alinéa, signe pour certains auteurs et praticiens que la procédure de l'article L. 228-103 n'a pas à être respectée.

---

<sup>42</sup> Art. L. 228-98 al. 1<sup>er</sup> du Code de commerce

<sup>43</sup> Art. L. 228-98 al. 2 du Code de commerce

De plus, face à l'absence de mention de toute procédure, l'article L. 228-98 pourrait sembler exclure l'application de toute procédure.

### ***B - L'exclusion de toute procédure***

L'article L. 228-98 alinéa 4 est une disposition descriptive : elle indique le résultat d'une réduction de capital. Il ne s'agit en aucun cas d'une disposition procédurale puisqu'elle ne décrit pas comment procéder à ce tel résultat. L'interprétation *a contrario* de l'article permet de déduire de l'absence de régime procédural, la volonté du législateur d'une conséquence automatique de la réduction de capital. La procédure à suivre serait celle de la réduction de capital – avec la consultation de l'assemblée générale des actionnaires – qui aurait pour conséquence directe et immédiate, sans passer par une autre formalité, la réduction des droits des porteurs de VMDAC. Les porteurs ne seraient consultés à aucun moment lors d'une opération de réduction de capital.

Cette interprétation présente des difficultés, si bien que la jurisprudence est intervenue dans le domaine des ORA.

## **§ 2 - Les difficultés de l'interprétation *a contrario***

L'interprétation *a contrario* est parfois utilisée en droit, mais doit toujours l'être avec parcimonie. En effet, la méthode de l'interprétation *a contrario* peut se révéler parfois dangereuse ou ne pas avoir de sens. Si dans le second cas – lorsque l'interprétation n'a pas de sens – il n'y a aucune difficulté, il est parfois délicat de s'en remettre pleinement à une interprétation *a contrario*. Les difficultés peuvent alors parfois tenir de la méthode (A) ou du résultat obtenu (B).

## ***A - Les difficultés liées à la méthode***

L'interprétation *a contrario* de l'alinéa 4 de l'article L. 228-98 se heurte à des problèmes de méthode. En effet, la méthode du raisonnement *a contrario* semble inadapté à la lecture de cet article, du fait de sa rédaction ancienne, et de la distinction qu'il convient de faire entre le silence du texte et l'exclusion d'un texte.

L'article L. 228-98 alinéa 4 a été rédigé en 1966 et n'a depuis pas été modifié. Si des réformes ont été entreprises sur l'article dans son ensemble ; la dernière étant celle de 2004, le contenu de l'alinéa 4 n'a pas été modifié. Pour autant, il est difficile de conclure que le législateur a entendu écarter l'application d'un quelconque régime procédural. L'absence de toute modification législative ne permet pas de conclure que l'interprétation *a contrario* est la plus pertinente.

Le silence de l'article ne peut s'interpréter comme une exclusion d'une procédure. Alors que le législateur impose le régime procédural de l'article L. 228-103 par les deux premiers alinéas de l'article L. 228-98, peut-on penser que cette omission dans le quatrième alinéa est une volonté manifeste d'exclure tout régime procédural ? La lecture *a contrario* de l'article L. 228-98 permet de déduire que le législateur n'a pas entendu imposer l'application de l'article L. 228-103 en cas de réduction de capital, et non pas l'absence totale de régime.

Ainsi, le silence du législateur ne peut s'interpréter comme l'exclusion de toute consultation ou de tout régime procédural. Une telle exclusion présenterait des difficultés concernant le résultat que l'on obtiendrait en appliquant une telle solution.

## ***B - Les difficultés liées au résultat***

Les difficultés de l'interprétation *a contrario* sur le résultat obtenu est l'absence totale de consultation des porteurs de VMDAC. Or, il semble que cette consultation soit nécessaire.

L'interprétation *a contrario* telle qu'elle a été défendu jusqu'à alors avait pour conséquence de nier le droit de parole aux porteurs de VMDAC. Les porteurs de valeurs mobilières composées n'étaient pas consultés, leur avis ne leur était à aucun moment

demandé. Ils ne devaient que subir la décision des actionnaires actuels. La lecture *a contrario* se révélait être donc une lecture laissant muets les porteurs de valeurs composées, anciens potentiels actionnaires. À une époque de crise, laisser le sort des investisseurs, des apporteurs en liquidité, sans voix aurait pu paraître suicidaire : en effet, quel investisseur souhaite apporter son argent sans que son avis ne lui soit demandé, sans que le moindre droit à la parole ne lui soit reconnu. Cette difficulté plus technique, morale, ou économique que juridique se doit cependant d'être prise en compte par le droit. La solution de la lecture *a contrario* protégeait énormément les actionnaires en évinçant les porteurs de valeurs mobilières de toute protection.

Pour autant, la Cour de cassation, si elle veut protéger les porteurs d'ORA, semble suivre la voie complètement opposée. En effet, la décision de la Haute juridiction, en ce qu'elle confirme la réponse apportée par la cour d'appel, semble donner un droit de veto aux porteurs d'ORA. Un tel droit de veto reconnu aux porteurs d'ORA paraît excessif ; le donner à l'ensemble des porteurs de VMDAC serait un séisme juridique et économique. Si certains auteurs affirment que la Cour de cassation ne donne pas ce droit de veto, et il est vrai qu'il n'est pas donné explicitement, mais il semble aller avec la confirmation par la cour d'appel de Paris qui parle "*d'approbation*". En donnant ce droit de veto aux porteurs d'ORA, on risquerait alors d'offrir aux porteurs d'ORA une protection disproportionnée au détriment des actionnaires et de laisser les autres porteurs de VMDAC sans aucun droit à être consultés.

Afin de réconcilier les régimes des VMDAC et d'équilibrer les droits, entre les actionnaires et les porteurs, une solution simple semble émerger : celle du retour au droit commun des obligations.

## **CHAPITRE 2 - L'UNIFORMISATION DU RÉGIME DES VMDAC PAR UN RETOUR AU DROIT COMMUN DES OBLIGATIONS**

L'uniformisation du régime de toutes les VMDAC était l'objectif de l'ordonnance de 2004. L'arrêt de la Cour de cassation de juillet 2012<sup>44</sup> marque une fracture au sein des VMDAC, empêchant toute uniformisation. Pourtant, il n'est pas impossible de concilier à la fois un régime uniforme et un régime protecteur : le régime de droit commun des obligations permettant la protection des obligataires par leur consultation. L'idée du retour au droit commun suppose que les articles relatifs aux obligations<sup>45</sup> s'appliquent à toutes les obligations, simples ou composées. Ainsi, ces articles trouveraient directement leur application pour les VMDAC ; les règles spéciales concernant les valeurs mobilières composées<sup>46</sup> venant déroger le cas échéant à ces dispositions générales. Il suffit alors de considérer que les dispositions particulières venant déroger aux dispositions spéciales ne s'imposent que dans la mesure où elles s'opposent au régime général. Le régime général s'imposerait dès lors qu'aucune disposition particulière ne trouverait à s'appliquer.

L'idée d'une application du régime de droit commun des obligations a récemment été évoquée en doctrine<sup>47</sup>, sans être pour autant développée. Elle mérite que l'on s'y attarde du fait de ses nombreuses qualités quant aux solutions qu'elle apporte aux différentes difficultés consécutives à la problématique du coup d'accordéon. Il faut donc étudier dans un premier temps l'application du régime de droit commun des obligations aux VMDAC (section 1), avant d'examiner les sanctions applicables en cas d'inobservation de ce régime (section 2).

---

<sup>44</sup> Cour de cassation, chambre commerciale, 10 juillet 2012, n°11-22.898

<sup>45</sup> Articles L. 228-38 à L. 228-90 du Code de commerce

<sup>46</sup> Articles L. 228-91 à L. 228-106 du Code de commerce

<sup>47</sup> H. Le Nabasque, "*L'ORA et la réduction de capital à zéro*", *Revue des sociétés* 2013, p. 99

## **SECTION 1 - L'APPLICATION DU RÉGIME DE DROIT COMMUN DES OBLIGATIONS AUX VMDAC**

Depuis 2004, on a imaginé que le régime décrit au sein du Code de commerce concernant les VMDAC était exclusif du régime des obligations. Pourtant, cette lecture se heurte aux lacunes des textes : comment justifier ces carences si ces deux séries de textes sont exclusifs l'un de l'autre ? Il faut donc bien conclure que ces dispositions, concernant pour une part les obligations et pour l'autre les VMDAC ne sont pas exclusives l'une de l'autre, mais se complètent. Un tel retour au droit commun des obligations pour les VMDAC mérite cependant d'être justifié (§ 1) avant de saisir la portée de l'application de ce régime (§ 2).

### **§ 1 - Justification du retour au régime de droit commun**

Le régime de droit commun des obligations trouve une application pour les VMDAC ayant un support obligataire à l'origine. De fait, la justification peut alors être fondé sur cette nature origine d'obligation (A) et sur une lecture stricte de l'article L. 228-103 (B).

#### ***A - La nature obligataire originaire des VMDAC***

Les principales VMDAC ont une nature obligataire à l'origine. On a pu voir par exemple que les ORA, les OCA, les OEA, les OCEANE ou les OBSA ont comme produit de base une obligation. À cette obligation de base, le support contractuel permet d'ajouter certaines caractéristiques transformant l'obligation simple en obligation composée : une valeur mobilière donnant accès au capital social.

La jurisprudence ne s'est d'ailleurs pas trompée, puisqu'elle a affirmé que les ORA sont avant leur remboursement soumises aux dispositions applicables aux obligations<sup>48</sup>. Il s'agissait dans cette affaire de connaître les droits dont disposaient les porteurs d'ORA, notamment du droit d'être assemblé dans un telle masse. La Cour de cassation avait reconnu aux porteurs d'ORA le droit de se prévaloir des dispositions relatives aux obligations pour se

---

<sup>48</sup> Cour de cassation, chambre commerciale, 13 juin 1995, n°94-21.003 94-21.436, Métrologie Internationale

regrouper au sein d'une masse afin de défendre leurs intérêts communs. Aujourd'hui, une telle question ne se pose plus puisque l'article L. 228-103 alinéa prévoit explicitement que les porteurs de VMDAC sont regroupés au sein d'une masse : *“Les titulaires de valeurs mobilières donnant accès à terme au capital [...] sont groupés de plein droit, pour la défense de leurs intérêts communs, en une masse”*. Cette masse jouit de certaines prérogatives par renvoi aux articles L. 228-47 à L. 228-64, L. 228-66 et L. 228-90 du Code de commerce. Ces articles sont relatifs aux obligations. On peut donc se demander pourquoi appliquer les dispositions relatives aux obligations aux VMDAC, comme le prévoyait l'arrêt *Métrologie Internationale*, alors que les dispositions légales prévoient désormais un telle masse directement pour les VMDAC. On pourrait penser que la solution de l'arrêt *Métrologie Internationale* n'a plus lieu de s'appliquer et n'a plus vocation à être puisque le régime des VMDAC a été développé et vient reconnaître au porteur de VMDAC le droit de se regrouper en une masse.

Il faut cependant constater que parmi les valeurs mobilières composées, toutes ne donnent pas accès au capital. L'article L. 228-103 ne s'applique pas pour toutes les valeurs mobilières composées mais uniquement aux VMDAC. Les porteurs OBSO, qui sont des valeurs mobilières composées, ne peuvent pas se prévaloir des dispositions de cet article. Considérer que l'arrêt *Métrologie Internationale* n'a plus vocation à s'appliquer reviendrait à considérer que les porteurs de valeurs mobilières composées – ne donnant pas un droit d'accès au capital – ne peuvent pas se regrouper au sein d'une masse. Une telle interprétation est évidemment erronée, et les porteurs d'OBSO peuvent se regrouper au sein d'une masse en application des dispositions relatives aux obligations, conformément à l'arrêt *Métrologie Internationale*. Le législateur avait bien évidemment cette jurisprudence à l'esprit lorsqu'il a rédigé l'ordonnance de 2004<sup>49</sup> : ne souhaitant pas exclure l'arrêt *Métrologie Internationale*, il a fait des dispositions relatives aux VMDAC des dispositions d'exception. Or, les exceptions doivent être interprétées strictement<sup>50</sup>. L'article L. 228-103 étant une exception au régime de droit commun des obligations, il faut donc l'interpréter de manière restrictive.

---

<sup>49</sup> Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale

<sup>50</sup> Exceptio est strictissimae interpretationis

## ***B - La lecture stricte de l'art. L. 228-103***

L'article L. 228-103 dispose que *“Les titulaires de valeurs mobilières donnant accès à terme au capital après détachement, s'il y a lieu, des droits du titre d'origine en application de la présente section sont groupés de plein droit, pour la défense de leurs intérêts communs, en une masse qui jouit de la personnalité civile et est soumise à des dispositions identiques à celles qui sont prévues, en ce qui concerne les obligations, par les articles L. 228-47 à L. 228-64, L. 228-66 et L. 228-90. Il est formé, s'il y a lieu, une masse distincte pour chaque nature de titres donnant les mêmes droits”*.

La masse des porteurs de VMDAC est soumise aux dispositions des articles L. 228-47 à L. 228-64, L. 228-66 et L. 228-90 du Code de commerce en ce qui concerne la défense des intérêts communs des porteurs. Cette disposition étant une exception, comme on l'a démontré précédemment, il faut l'interpréter de manière restrictive.

Il faut considérer que la masse des porteurs de VMDAC défend les intérêts communs des porteurs de VMDAC pour la partie donnant accès au capital de leurs titres. Par exemple, pour des porteurs d'OBSA, les dispositions de l'article L. 228-103 trouve à s'appliquer pour la partie *“bon de souscription d'action(s)”*, et non pas pour la partie obligation. Cette distinction est plus difficile à envisager pour les ORA, les OCA ou les OEA. On peut donc imaginer que le législateur a donné une voie d'interprétation par l'alinéa 2 de l'article : *“Les assemblées générales des titulaires de ces valeurs mobilières sont appelées à autoriser toutes modifications au contrat d'émission et à statuer sur toute décision touchant aux conditions de souscription ou d'attribution de titres de capital déterminées au moment de l'émission”*. Les intérêts communs des porteurs de VMDAC se résumeraient à intervenir dès lors que le contrat d'émission est modifié ou dès lors qu'une décision touchant aux conditions, déterminées au moment de l'émission, de souscription ou d'attribution de titres de capital.

Il faut s'attarder un instant sur le sens de *“ conditions de souscription ou d'attribution de titres de capital déterminées au moment de l'émission”*. Les conditions de souscription ou d'attribution sont les événements déterminés au moment de l'émission : il s'agit donc de la

condition au sens du droit civil. La condition se définit alors comme un événement futur mais incertain auquel est subordonné la formation ou la disparition d'une obligation civile<sup>51</sup>.

Pour la défense de leurs autres intérêts communs, les porteurs de VMDAC doivent donc se référer aux dispositions concernant les obligations, notamment l'article L. 228-65 du Code de commerce<sup>52</sup>.

## **§ 2 - La portée de l'application du régime de droit commun aux VMDAC**

En appliquant le régime de droit commun des obligations aux porteurs des VMDAC, on soumet ceux-ci à l'application de l'article L. 228-46 du Code de commerce qui prévoit que *“Les porteurs d'obligations d'une même émission sont groupés de plein droit pour la défense de leurs intérêts communs, en une masse qui jouit de la personnalité civile”*. Les porteurs de VMDAC sont donc groupés en une masse, tant sur le fondement de l'article L. 228-103 que sur le fondement de l'article L. 228-46. La différence de fondement a une conséquence directe sur les pouvoirs dont dispose alors la masse.

En effet, la compétence de la masse regroupée sur le fondement de l'article L. 228-46 est déterminée selon les dispositions de l'article L. 228-65 du Code de commerce. L'hypothèse de la réduction de capital, qui nous intéresse au premier plan, n'est pas mentionnée par l'article L. 228-65, qui dispose que : *“I. - L'assemblée générale délibère sur toutes mesures ayant pour objet d'assurer la défense des obligataires et l'exécution du contrat d'emprunt ainsi que sur toute proposition tendant à la modification du contrat et notamment :*

*1° Sur toute proposition relative à la modification de l'objet ou de la forme de la société ;*

*2° Sur toute proposition, soit de compromis, soit de transaction sur des droits litigieux ou ayant fait l'objet de décisions judiciaires ;*

---

<sup>51</sup> F. Terré, Ph. Simler & Y. Lequette, *Les obligations*, Droit civil, Précis Dalloz, 10<sup>ème</sup> édition, 2009

<sup>52</sup> V. Annexes

3° *Sur les propositions de fusion ou de scission de la société dans les cas prévus aux articles L. 236-13 et L. 236-18 ;*

4° *Sur toute proposition relative à l'émission d'obligations comportant un droit de préférence par rapport à la créance des obligataires composant la masse ;*

5° *Sur toute proposition relative à l'abandon total ou partiel des garanties conférées aux obligataires, au report de l'échéance du paiement des intérêts et à la modification des modalités d'amortissement ou du taux des intérêts”.*

L'article procède à une énumération qui n'est pas limitative, comme le montre l'utilisation de l'adverbe “*notamment*”. L'absence de la réduction de capital dans l'énumération n'est pas un frein à son utilisation en cas de telle opération. Il suffirait que la réduction de capital entre dans les catégories précédemment décrite, à savoir : la défense des obligataires, l'exécution du contrat d'emprunt ou la modification du contrat. Dans le cadre d'une VMDAC, la réduction de capital a pour conséquence la réduction des droits d'accès au capital<sup>53</sup>. Pourtant, la réduction de capital ne semble pas entrer directement dans l'une ces catégories : la réduction de capital n'est pas une modification du contrat, ni une modification dans l'exécution du contrat, du moins pour une réduction de capital au dessus de zéro.

La réduction de capital à zéro, en anéantissant les droits d'accès au capital des porteurs, a une conséquence sur l'exécution du contrat. Le porteur d'une ORA perd son remboursement, le porteur d'une OCA ou d'une OEA perd son option, et le porteur d'une OBSA perd son bon. Le contrat n'est donc plus exécuté, ce qui implique la compétence de la masse des porteurs de VMDAC.

En cas de réduction de capital à zéro, la masse des porteurs de VMDAC, sur le fondement de l'article L. 228-65, est amené à délibérer sur cette opération. Dans cette compétence, on déduit une obligation de consulter tous les porteurs de VMDAC en cas de réduction de capital à zéro.

---

<sup>53</sup> Art. L. 228-98 al. 4 du Code de commerce

Demeure la question primordiale de la sanction en cas de non-respect de la délibération des porteurs de VMDAC.

## **SECTION 2 - SANCTION DE L'INOBSERVATION DU RÉGIME DE DROIT COMMUN DES OBLIGATIONS**

La solution retenue par la Cour de cassation dans l'affaire Uniross a été largement critiquée dans ses effets : elle donnerait un droit de veto aux porteurs d'ORA. Cette solution repose sur la question de savoir quelle sanction apporter en cas de non-respect de la compétence de la masse des porteurs de VMDAC. La compétence de la masse des porteurs de VMDAC se dédouble entre les articles L. 228-103 et L. 228-65. La solution de la Cour de cassation s'applique à l'article L. 228-103, mais pas à l'article L. 228-65. Il convient de s'interroger sur les sanctions possibles en cas de non-respect de la délibération des porteurs de VMDAC (§ 1), et les sanctions en cas de non-respect de l'obligation de consultation des porteurs de VMDAC sur le fondement de l'article L. 228-65 (§ 2).

### **§ 1 - La sanction en cas de non-respect de la délibération de l'assemblée générale de la masse**

Dans cette hypothèse, les porteurs de VMDAC ont été consultés, mais se sont prononcés contre l'opération envisagée. On imaginera que l'opération envisagée est une réduction de capital à zéro. Les porteurs de VMDAC s'opposent donc à la réduction de capital à zéro. La première question qu'il convient de se poser : cette délibération de la masse des porteurs de VMDAC lie-t-elle la société ? La société est-elle tenue d'interrompre l'opération envisagée ? Dans un premier temps, nous envisagerons une telle hypothèse (A), puis dans un second temps, nous analyserons les sanctions possibles dans le cas où une telle délibération ne lie pas la société.

## ***A - La nullité de l'opération***

On peut imaginer que la délibération de la masse des porteurs de VMDAC lie la société. Cette lecture repose sur une interprétation stricte du terme “délibérer” employée par l'article. L. 228-65. Délibérer signifie “*au sein d'une assemblée ou d'un collège, examiner ensemble une question, avant de prendre une décision*”<sup>54</sup>. Si la prise de décision implique qu'elle s'impose, alors la seule sanction possible en cas de non-respect de la décision de l'assemblée générale de la masse des porteurs d'ORA est la nullité de l'opération de réduction de capital à zéro. Dans ce cas, il manquerait une – l'autorisation de la masse des porteurs de VMDAC – pour que la réduction de capital à zéro puisse être réalisée.

Cependant, il semble impossible de donner un tel pouvoir aux porteurs de VMDAC. Suite à l'arrêt de la Cour de cassation du 10 juillet 2012, les critiques les plus nombreuses se sont cristallisées sur le potentiel droit de veto que recevraient les porteurs d'ORA<sup>55</sup>. Un tel droit reconnu aux porteurs de VMDAC serait un suicide économique et une spoliation juridique : les porteurs d'ORA seraient tout puissant pour refuser une réduction de capital, qui pourrait se révéler nécessaire, et les actionnaires n'auraient plus qu'une compétence subsidiaire espérant l'avis conforme des porteurs d'ORA.

Il faut donc rejeter une telle solution : la délibération des porteurs d'ORA en cas de réduction de capital ne lie pas la société ; la nullité ne peut donc pas être la sanction en cas de non-respect de la délibération des porteurs de valeurs mobilières composées.

## ***B - Le remboursement des valeurs mobilières composées***

Si la délibération des porteurs de VMDAC ne lie pas la société, on peut imaginer que cette délibération n'est qu'un avis sans conséquence pour la société. Le non-respect de la délibération n'aurait donc aucune conséquence pour les porteurs de VMDAC. On peut estimer qu'une telle consultation serait alors purement informative et, ne ferait qu'alourdir les formalités en vue de la réduction de capital à zéro sans offrir de aux porteurs de VMDAC.

---

<sup>54</sup> G. Cornu, *Vocabulaire juridique*, PUF, 8<sup>ème</sup> édition

<sup>55</sup> H. Le Nabasque, “*L'ORA et la réduction de capital à zéro*”, *Revue des sociétés* 2013, p. 99

Une autre solution est possible. Elle consiste à se référer à l'article L. 228-72 du Code de commerce qui dispose qu'*à défaut d'approbation par l'assemblée générale des propositions visées aux 1° et 4° du I. de l'article L. 228-65, le conseil d'administration, le directoire ou les gérants de la société débitrice peuvent passer outre, en offrant de rembourser les obligations dans le délai fixé par décret en Conseil d'État*'. Si la société désire passer outre la délibération de la masse des obligataires, elle peut le faire, mais devra alors offrir de rembourser les obligations dans un délai de trois mois<sup>56</sup>. La difficulté réside dans le fait que le législateur a prévu cette sanction uniquement pour les 1° et 4° du I. de l'article L. 228-65, et il ne semble pas qu'on puisse l'appliquer au premier alinéa de l'article L. 228-65 qui prévoit que *l'assemblée générale délibère sur toutes mesures ayant pour objet d'assurer la défense des obligataires et l'exécution du contrat d'emprunt*'. Pourtant, on peut imaginer que cette solution puisse s'étendre pour les opérations ayant une conséquence sur l'exécution du contrat d'emprunt. Les opérations ayant une conséquence sur l'exécution du contrat d'emprunt portent sur la capacité de la société à pouvoir rembourser les porteurs de VMDAC. Or, la modification de l'objet ou de la forme de la société, prévue à l'article L. 228-65 I. 1°, touche à la capacité de la société de rembourser son emprunt obligataire ; la société étant à l'origine de cette modification, tout comme dans le cas de la réduction de capital à zéro. On peut donc étendre la sanction prévue à l'article L. 228-72<sup>57</sup> au cas de la réduction de capital à zéro.

En cas de non-respect de la décision de la masse des obligataires, la société serait amenée à rembourser les obligations, c'est-à-dire à donner la valeur numéraire correspondant aux valeurs mobilières composées. Cette solution a une portée réduite en pratique pour les OCA, les OEA ou les OBSA, puisque ces valeurs peuvent être, dans tous les cas, remboursées en numéraire. Mais cette solution trouve un intérêt pratique gigantesque pour les ORA, protégeant ainsi les porteurs d'ORA, et laissant une liberté à la société dans ses opérations sur son capital. Cette solution permet alors non seulement de respecter les droits des actionnaires, mais également la liberté de la société de restructurer son capital et, de plus, la protection des porteurs de VMDAC. Dans le cas d'une société en procédure collective, comme dans l'affaire

---

<sup>56</sup> Art. R. 228-79 du Code de commerce

<sup>57</sup> V. Annexes

Uniross, les porteurs de VMDAC qui souhaiteraient obtenir le remboursement de leurs valeurs mobilières sur le fondement de l'article L. 228-72, devraient alors déclarer leur créance à la procédure collective ; leur créance étant considérée comme une créance antérieure, puisque accessoire de la valeur mobilière composée émise avant la cessation des paiements.

Demeure la question de la sanction en cas de non consultation des porteurs de VMDAC.

## **§ 2 - La sanction en cas de non-respect de l'obligation de consultation**

Dans l'affaire Uniross, se fondant sur l'article L. 228-103, la Cour de cassation n'avait eu d'autre choix que de prononcer la nullité de l'opération de réduction de capital à zéro et du plan de sauvegarde en l'absence de consultation des porteurs d'ORA. Cette solution était inévitable compte tenu des dispositions de l'article L. 228-104 qui sanctionne par la nullité le non-respect des dispositions de l'article L. 228-103.

Cette solution, prévue par la loi, est malheureusement un mal français. La nullité est une arme atomique anéantissant tout ce qui a pu se produire. La nullité est une sanction radicale, qui dans la vie des affaires est bien souvent destructrice et nuit à la sécurité juridique des opérations commerciales. Ainsi, dépourvus d'instruction légale liant nullité et non-respect de l'article L. 228-65, nous rechercherons une solution plus en phase avec la vie des affaires. Cette solution peut se composer d'un engagement de la responsabilité de la société (A), mais également d'une présomption de délibération de la masse des porteurs rejetant l'opération prévue (B).

## ***A - Engagement de la responsabilité délictuelle***

Pour engager la responsabilité, il faut rassembler trois éléments : une faute, un lien de causalité et un préjudice.

L'existence de la faute ne fait de guère de difficulté à être établie. On peut admettre aisément que la non-consultation des porteurs de VMDAC est une faute, puisque la société ne respecterait alors pas les dispositions de l'article L. 228-65.

La difficulté réside dans l'appréhension d'un préjudice pour les porteurs de VMDAC. Du fait de l'application de l'article L. 228-98, leurs droits d'accès au capital sont réduits à néant. Or, la valeur des actions avant la réduction de capital était nulle, si bien que la disparition de leurs droits d'accès au capital ne produit aucun préjudice pécuniaire – une absence de droit succède des droits de valeur pécuniaire nulle –. Néanmoins, on peut imaginer une réparation sur le fondement d'un préjudice moral pour ne pas avoir été consultés. Les porteurs de VMDAC subiraient alors un préjudice du fait que leur droit à consultation ait été nié.

Cette réparation sur le fondement de la responsabilité délictuelle ne devrait pas être importante. Cependant, cette possibilité laissée au porteur de VMDAC lui permettrait de poursuivre des comportements abusifs de la part de société, venant augmenter son préjudice moral et ainsi sa réparation.

La sanction la plus adéquate reviendrait au rang de présomption.

## ***B - Présomption de rejet de l'opération envisagée***

Comme on l'a vu précédemment, la société n'est pas liée par la délibération de l'assemblée générale de la masse des porteurs de VMDAC. Pourtant, le non-respect de la délibération peut avoir des effets, notamment celui de permettre aux porteurs d'obtenir le remboursement de leurs valeurs mobilières si leur délibération rejette l'opération envisagée. Ainsi, on pourrait prévoir que la non-consultation de la masse des porteurs de VMDAC revienne à établir une présomption irréfutable de délibération contraire à l'opération envisagée.

Cette solution présenterait plusieurs avantages.

Du côté des porteurs de VMDAC, s'ils n'étaient pas consultés, ils conserveraient une protection avec la possibilité d'obtenir le remboursement de leurs valeurs mobilières composées, comme si le projet avait été rejeté par l'assemblée générale de la masse.

D'autre part, la solution permettrait à la société d'alléger les formalités en cas de réduction de capital, sans pour autant remettre en cause l'ensemble de l'opération, ou le plan établi dans le cadre d'une procédure collective. Cette non-consultation aurait un coût plus important pour la société, mais ce coût pourrait être secondaire. En effet, dans l'affaire Uniross, les porteurs d'ORA avaient déclaré leurs créances auprès de la société. Si bien qu'en appliquant le régime exposé, les porteurs d'ORA, non consultés, auraient bénéficié d'une présomption de rejet de l'opération de capital, leur permettant d'être remboursés en numéraire. Ce remboursement s'analysant comme une créance antérieure à déclarer au passif de la société.

## CONCLUSION

Le régime des valeurs mobilières donnant accès au capital social présente des lacunes flagrantes. Tour à tour, la doctrine et la jurisprudence ont tenté de les combler en extrapolant à partir des dispositions relatives aux valeurs mobilières donnant accès au capital prévues aux articles L .228-91 à L. 228-106 du Code de commerce. Ces tentatives sont pourtant infructueuses et laissent les valeurs mobilières donnant accès au capital sans régime équilibré entre la société et les porteurs. De plus, le régime dégagé par la Cour de cassation dans l'arrêt Uniross risque de remettre en cause le régime uniforme des valeurs mobilières composées souhaité par le législateur.

La solution la plus simple semble également la plus évidente. Il suffit de revenir au droit commun des obligations. Ce retour contribuerait à unifier, non seulement les obligations composées, mais également l'ensemble des obligations, permettant d'appréhender des figures complexes avec plus de simplicité, du moins au niveau du régime légal. L'objet de cette étude n'est pas de simplifier à l'extrême la notion des valeurs mobilières composées, mais de proposer une base commune. Cette approche permet une réflexion aboutie sur la nature des valeurs mobilières composées et la valorisation des VMDAC, afin de leur assurer un avenir prospère d'un point de vue économique et juridique, mais également une protection non seulement des intérêts des sociétés, mais également des porteurs de VMDAC.

---

## **BIBLIOGRAPHIE**

---

### **TEXTES DE LOI**

Loi n°53-148 du 25 février 1953 relative à diverses dispositions d'ordre financier intéressant l'épargne

Loi n°66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales

Loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne

Loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985 modifiant diverses dispositions du droit des valeurs mobilières, des titres de créances négociables, des sociétés et des opérations de bourse

Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale

Articles L. 225-129 à L. 225-129-6, L. 228-38 à L. 228-90 et L. 228-91 à L. 228-106 du Code de commerce

### **OUVRAGES**

M. Germain, avec le concours de V. Magnier, Traité de droit commercial, Tome 1, Volume 2, Les sociétés commerciales, LGDJ, 19<sup>ème</sup> édition, 2009

Philippe Merle, Droit commercial, Sociétés commerciales, Précis Dalloz, 14<sup>ème</sup> édition, 2010

A. Couret, H. Le Nabasque, Droit financier, Précis Dalloz, 2<sup>ème</sup> édition, 2012

F. Terré, Ph. Simler & Y. Lequette, Les obligations, Droit civil, Précis Dalloz, 10<sup>ème</sup> édition, 2009

F. Terré, Introduction générale au droit, Précis Dalloz, 7<sup>ème</sup> édition, 2006

G. Cornu, Vocabulaire Juridique, PUF

## ARTICLES

H. Le Nabasque, “*Le sort des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital face à une réduction de capital à zéro ou Du coup d’accordéon au coup de Trafalgar*”, in *Les défis actuels du droit financier*, sous la dir. A. Couret et C. Malecki, Joly Éditions, coll. Pratique des affaires, 2010, p. 129 s.

A. Gaudemet, “*Coup d’accordéon : consultation impérative des porteurs d’ORA*”, *Revue des sociétés* 2012 p. 165

H. Le Nabasque, “*L’ORA et la réduction de capital à zéro*”, *Revue des sociétés* 2013 p. 99

A. Gaudemet, “*L’organisation et la représentation collectives des porteurs d’OCA et de BSA*”, *Revue des sociétés* 2010 p. 455

P. Didier, “*La nature juridique des obligations remboursables en actions et les droits des porteurs d’ORA*”, *Revue des sociétés* 1996 p. 736

B. Grelon, “*Le nouveau droit commun des valeurs mobilières donnant accès au capital*”, *Revue des sociétés* 2004 p. 579

L.-C. Henry, “*Les obligataires et la sauvegarde : l’art de se faire entendre*”, *Revue des sociétés* 2012 p. 536

A. Lienhard, “*Plan de sauvegarde : sort des porteurs d’obligations remboursables en actions*”, *Dalloz Actualité* 25 juillet 2012

A. Sotiropoulou, “*Coup d’accordéon et droits des porteurs d’obligations remboursables en actions*”, *Bulletin Joly Sociétés*, 1<sup>er</sup> février 2012 n° 2, p. 133

N. Borga, “*Coup d’arrêt sur les effets du coup d’accordéon à l’égard des porteurs d’ORA*”, *L’ESSENTIEL Droit des entreprises en difficulté*, 10 septembre 2012 n°8, p. 5

Ph. Roussel Galle, “*Le plan de continuation à l’épreuve des droits des porteurs d’obligations remboursables en actions...*”, *Bulletin Joly Entreprises en difficulté*, 1<sup>er</sup> septembre 2012 n° 5, p. 278

A. Couret, “*Nature des obligations remboursables en actions et droits de leurs titulaires*”, *Bulletin Joly Sociétés*, 1<sup>er</sup> octobre 1995 n° 10, p. 855

F.-X. Lucas, “*Traitement des ORA en cas de coup d’accordéon décidé par la société émettrice*”, *Bulletin Joly Sociétés*, 1<sup>er</sup> novembre 2012 n° 11, p. 810

H. Hovasse, “*Les obligations remboursables en actions*”, in *Mélanges Percerou* 1993, p. 105

F. Peltier, “*La nature juridique des obligations remboursables en actions*”, *JCP E* 1992

### **JURISPRUDENCE**

Cour de cassation, chambre commerciale, 13 juin 1995, n°94-21.003 94-21.436, Métrologie Internationale

Cour de cassation, chambre commerciale, 10 juillet 2012, n°11-22.898

Cour d’appel de Paris, 28 juin 2011, pôle 5, chambre 8, RG n°10/19746

---

## ANNEXES

---

### CODE DE COMMERCE

#### Article L. 228-46

*“Les porteurs d'obligations d'une même émission sont groupés de plein droit pour la défense de leurs intérêts communs, en une masse qui jouit de la personnalité civile.*

*Toutefois, en cas d'émissions successives d'obligations, la société peut, lorsqu'une clause de chaque contrat d'émission le prévoit, grouper en une masse unique les porteurs d'obligations ayant des droits identiques.”*

#### Article L. 228-65

*“I. - L'assemblée générale délibère sur toutes mesures ayant pour objet d'assurer la défense des obligataires et l'exécution du contrat d'emprunt ainsi que sur toute proposition tendant à la modification du contrat et notamment :*

*1° Sur toute proposition relative à la modification de l'objet ou de la forme de la société ;*

*2° Sur toute proposition, soit de compromis, soit de transaction sur des droits litigieux ou ayant fait l'objet de décisions judiciaires ;*

*3° Sur les propositions de fusion ou de scission de la société dans les cas prévus aux articles L. 236-13 et L. 236-18 ;*

*4° Sur toute proposition relative à l'émission d'obligations comportant un droit de préférence par rapport à la créance des obligataires composant la masse ;*

*5° Sur toute proposition relative à l'abandon total ou partiel des garanties conférées aux obligataires, au report de l'échéance du paiement des intérêts et à la modification des modalités d'amortissement ou du taux des intérêts.*

*II. - L'assemblée générale délibère dans les conditions de quorum prévues au deuxième alinéa de l'article L. 225-98. Elle statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les porteurs présents ou représentés.”*

#### Article L. 228-72

*“A défaut d'approbation par l'assemblée générale des propositions visées aux 1° et 4° du I. de l'article L. 228-65, le conseil d'administration, le directoire ou les gérants de la société débitrice peuvent passer outre, en offrant de rembourser les obligations dans le délai fixé par décret en Conseil d'Etat.*

*La décision du conseil d'administration, du directoire ou des gérants de passer outre est publiée dans les conditions fixées par décret en Conseil d'Etat, qui détermine également le délai pendant lequel le remboursement doit être demandé.”*

#### **Article L. 228-91**

*“Les sociétés par actions peuvent émettre des valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance.*

*Les actionnaires d'une société émettant des valeurs mobilières donnant accès au capital ont, proportionnellement au montant de leurs actions, un droit de préférence à la souscription de ces valeurs mobilières.*

*Ce droit est régi par les dispositions applicables au droit de préférence à la souscription attaché aux titres de capital conformément aux articles L. 225-132 et L. 225-135 à L. 225-140.*

*Le contrat d'émission peut prévoir que ces valeurs mobilières et les titres de capital ou de créances auxquels ces valeurs mobilières donnent droit ne peuvent être cédés et négociés qu'ensemble. Dans ce cas, si le titre émis à l'origine est un titre de capital, celui-ci ne relève pas d'une catégorie déterminée au sens de l'article L. 225-99.*

*Les titres de capital ne peuvent être convertis ou transformés en valeurs mobilières représentatives de créances. Toute clause contraire est réputée non écrite.*

*Les valeurs mobilières émises en application du présent article ne peuvent être regardées comme constitutives d'une promesse d'action pour l'application du second alinéa de l'article L. 228-10.”*

#### **Article L. 228-92**

*“Les émissions de valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance régies par l'article L. 228-91 sont autorisées par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires conformément aux articles L. 225-129 à L. 225-129-6. Celle-ci se prononce sur le rapport du conseil d'administration ou du directoire et sur le rapport spécial du commissaire aux comptes.”*

#### **Article L. 228-93**

*“Une société par actions peut émettre des valeurs mobilières donnant accès au capital de la société qui possède directement ou indirectement plus de la moitié de son capital ou de la société dont elle possède directement ou indirectement plus de la moitié du capital.*

*A peine de nullité, l'émission doit être autorisée par l'assemblée générale extraordinaire de la société appelée à émettre ces valeurs mobilières et par celle de la société au sein de laquelle les droits sont exercés, dans les conditions prévues par l'article L. 228-92.”*

#### **Article L. 228-95**

*“Sont nulles les décisions prises en violation du deuxième et du troisième alinéa de l'article L. 228-91.”*

#### **Article L. 228-97**

*“Lors de l'émission de valeurs mobilières représentatives de créances sur la société émettrice, y compris celles donnant le droit de souscrire ou d'acquérir une valeur mobilière, il peut être stipulé que ces valeurs mobilières ne seront remboursées qu'après désintéressement des autres créanciers, à l'exclusion ou y compris des titulaires de prêts participatifs et de titres participatifs, nonobstant les dispositions de l'article L. 228-36 du présent code et celles des articles L. 313-13 et suivants du code monétaire et financier.*

*Dans ces catégories de valeurs mobilières, il peut être également stipulé un ordre de priorité des paiements.”*

#### **Article L. 228-98**

*“A dater de l'émission de valeurs mobilières donnant accès au capital, la société appelée à attribuer ces titres ne peut modifier sa forme ou son objet, à moins d'y être autorisée par le contrat d'émission ou dans les conditions prévues à l'article L. 228-103.*

*En outre, elle ne peut ni modifier les règles de répartition de ses bénéfices, ni amortir son capital, à moins d'y être autorisée par le contrat d'émission ou dans les conditions prévues à l'article L. 228-103 et sous réserve de prendre les dispositions nécessaires au maintien des droits des titulaires des valeurs mobilières donnant accès au capital dans les conditions définies à l'article L. 228-99.*

*Sous ces mêmes réserves, elle peut cependant créer des actions de préférence.*

*En cas de réduction de son capital motivée par des pertes et réalisée par la diminution du montant nominal ou du nombre des titres composant le capital, les droits des titulaires des valeurs mobilières donnant accès au capital sont réduits en conséquence, comme s'ils les avaient exercés avant la date à laquelle la réduction de capital est devenue définitive.”*

#### **Article L. 228-99**

*“La société appelée à attribuer les titres de capital ou les valeurs mobilières y donnant accès doit prendre les mesures nécessaires à la protection des intérêts des titulaires des droits ainsi créés si elle décide de procéder à l'émission, sous quelque forme que ce soit, de nouveaux titres de capital avec droit préférentiel de souscription réservé à ses actionnaires, de distribuer des réserves, en espèces ou en nature, et des primes d'émission ou de modifier la répartition de ses bénéfices par la création d'actions de préférence.*

*A cet effet, elle doit :*

*1° Soit mettre les titulaires de ces droits en mesure de les exercer, si la période prévue au contrat d'émission n'est pas encore ouverte, de telle sorte qu'ils puissent immédiatement participer aux opérations mentionnées au premier alinéa ou en bénéficier ;*

*2° Soit prendre les dispositions qui leur permettront, s'ils viennent à exercer leurs droits ultérieurement, de souscrire à titre irréductible les nouvelles valeurs mobilières émises, ou en obtenir l'attribution à titre gratuit, ou encore recevoir des espèces ou des biens semblables à ceux qui ont été distribués, dans les mêmes quantités ou proportions ainsi qu'aux mêmes conditions, sauf en ce qui concerne la jouissance, que s'ils avaient été, lors de ces opérations, actionnaires ;*

*3° Soit procéder à un ajustement des conditions de souscription, des bases de conversion, des modalités d'échange ou d'attribution initialement prévues de façon à tenir compte de l'incidence des opérations mentionnées au premier alinéa.*

*Sauf stipulations différentes du contrat d'émission, la société peut prendre simultanément les mesures prévues aux 1° et 2°. Elle peut, dans tous les cas, les remplacer par l'ajustement autorisé au 3°. Cet ajustement est organisé par le contrat d'émission lorsque les titres de capital ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé.*

*Les conditions d'application du présent article sont fixées par décret en Conseil d'Etat."*

#### **Article L. 228-100**

*"Les dispositions des articles L. 228-98 et L. 228-99 sont applicables aussi longtemps qu'il existe des droits attachés à chacun des éléments des valeurs mobilières mentionnées à ces articles."*

#### **Article L. 228-101**

*"Si la société appelée à émettre les titres de capital est absorbée par une autre société ou fusionne avec une ou plusieurs autres sociétés pour former une société nouvelle, ou procède à une scission, les titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital exercent leurs droits dans la ou les sociétés bénéficiaires des apports. L'article L. 228-65 n'est pas applicable, sauf stipulations contraires du contrat d'émission.*

*Le nombre de titres de capital de la ou des sociétés absorbantes ou nouvelles auquel ils peuvent prétendre est déterminé en corrigeant le nombre de titres qu'il est prévu d'émettre ou d'attribuer au contrat d'émission en fonction du nombre d'actions à créer par la ou les sociétés bénéficiaires des apports. Le commissaire aux apports émet un avis sur le nombre de titres ainsi déterminé.*

*L'approbation du projet de fusion ou de scission par les actionnaires de la ou des sociétés bénéficiaires des apports ou de la ou des sociétés nouvelles emporte renonciation par les actionnaires et, le cas échéant, par les titulaires de certificats d'investissement de ces sociétés, au droit préférentiel de souscription mentionné à l'article L. 228-35 ou, au deuxième*

*alinéa de l'article L. 228-91, au profit des titulaires de valeurs mobilières donnant accès de manière différée au capital.*

*La ou les sociétés bénéficiaires des apports ou la ou les nouvelles sociétés sont substituées de plein droit à la société émettrice dans ses obligations envers les titulaires desdites valeurs mobilières.”*

#### **Article L. 228-102**

*“Sauf stipulations spéciales du contrat d'émission et hors le cas de dissolution anticipée ne résultant pas d'une fusion ou d'une scission, la société ne peut imposer aux titulaires de valeurs mobilières donnant accès à son capital le rachat ou le remboursement de leurs droits”.*

#### **Article L. 228-103**

*“Les titulaires de valeurs mobilières donnant accès à terme au capital après détachement, s'il y a lieu, des droits du titre d'origine en application de la présente section sont groupés de plein droit, pour la défense de leurs intérêts communs, en une masse qui jouit de la personnalité civile et est soumise à des dispositions identiques à celles qui sont prévues, en ce qui concerne les obligations, par les articles L. 228-47 à L. 228-64, L. 228-66 et L. 228-90. Il est formé, s'il y a lieu, une masse distincte pour chaque nature de titres donnant les mêmes droits.*

*Les assemblées générales des titulaires de ces valeurs mobilières sont appelées à autoriser toutes modifications au contrat d'émission et à statuer sur toute décision touchant aux conditions de souscription ou d'attribution de titres de capital déterminées au moment de l'émission.*

*Chaque valeur mobilière donnant accès au capital donne droit à une voix. Les conditions de quorum et de majorité sont celles qui sont déterminées aux deuxième et troisième alinéas de l'article L. 225-98.*

*Les frais d'assemblée ainsi que, d'une façon générale, tous les frais afférents au fonctionnement des différentes masses sont à la charge de la société appelée à émettre ou attribuer de nouvelles valeurs mobilières représentatives de son capital social.*

*Lorsque les valeurs mobilières émises en application de la présente section sont des obligations destinées à être converties ou remboursées en titres de capital ou échangées contre des titres de capital, les dispositions des deuxième, troisième et quatrième alinéas du présent article sont applicables à la masse créée en application de l'article L. 228-46”.*

#### **Article L. 228-104**

*“Les délibérations ou stipulations prises en violation des articles L. 228-98 à L. 228-101 et L. 228-103 sont nulles.”*

#### **Article L. 228-105**

*“Les titulaires des valeurs mobilières donnant accès au capital disposent, dans les conditions fixées par décret en Conseil d'Etat, auprès de la société émettrice des titres qu'ils ont vocation à recevoir, d'un droit de communication des documents sociaux transmis par la société aux actionnaires ou aux titulaires de certificats d'investissement ou mis à leur disposition.*

*Lorsque les droits à l'attribution d'une quote-part du capital social sont incorporés ou attachés à des obligations, le droit de communication est exercé par les représentants de la masse des obligataires, conformément à l'article L. 228-55.*

*Après détachement de ces droits du titre d'origine, le droit de communication est exercé par les représentants de la masse constituée conformément à l'article L. 228-103.*

*Dans tous les cas, les représentants des différentes masses ont accès à l'assemblée générale des actionnaires, mais sans voix délibérative. Ils ne peuvent, en aucune façon, s'immiscer dans la gestion des affaires sociales.”*

#### **Article L. 228-106**

*“Lorsqu'une procédure de sauvegarde ou de redressement judiciaire est ouverte à l'égard d'une société émettrice de valeurs mobilières donnant accès au capital dans les conditions de l'article L. 228-91, le délai prévu pour l'exercice du droit à attribution d'une quote-part de capital social est ouvert dès le jugement arrêtant le plan de sauvegarde ou de redressement judiciaire, au gré de chaque titulaire, et dans les conditions prévues par ce plan.”*

**JURISPRUDENCE**

**Cour de cassation, chambre commerciale, 13 juin 1995, n°94-21.003 94-21.436,**

**Métrologie Internationale**

Cour de cassation Chambre commerciale 13 juin 1995

N° 94-21.003

**Cassation.**

Bulletin 1995 IV N° 181 p. 168

**RÉPUBLIQUE FRANÇAISE**

**AU NOM DU PEUPLE FRANÇAIS**

Joint les pourvois n°s 94-21.003 et 94-21.436 ;

Attendu, selon les énonciations de l'arrêt attaqué, que, réunis en assemblée, les porteurs d'obligations remboursables en actions (ORA) émises par la société Métrologie international, ont approuvé les mesures proposées par la société émettrice dans le cadre d'un plan de restructuration financière et consistant à modifier la date d'échéances de ces titres et leur parité de remboursement ; que l'Association de défense des porteurs desdites ORA (l'association) et M. Y... ont assigné la société émettrice ainsi que MM. X... et François, en qualité de représentants de la masse des porteurs d'ORA, en annulation des délibérations de cette assemblée ;

Sur les moyens uniques des pourvois incidents, rédigés en termes identiques :

Attendu que l'association et M. Y... font grief à l'arrêt d'avoir dit que les porteurs d'ORA de la société Métrologie international peuvent être regroupés en une masse, alors, selon le pourvoi, que le législateur a expressément distingué en les traitant dans des sections différentes les obligations pures et simples et les ORA ; que ces dernières, temporairement obligations, sont, dès leur émission, des actions en puissance et deviennent définitivement et nécessairement des actions en acte à leur échéance ; que ces valeurs mobilières ont donc les caractéristiques majeures des actions dès leur émission et ne sont pas soumises au régime des obligations ; qu'en statuant ainsi, la cour d'appel a violé l'article 293 de la loi du 24 juillet 1966 par fausse application ;

Mais attendu qu'outre les dispositions particulières des articles 339-1 et suivants de la loi du 24 juillet 1966 par application desquelles elles sont créées, les ORA sont, avant leur remboursement, soumises aux dispositions des articles 284 et suivants de ladite loi ; que la cour d'appel a donc jugé à bon droit que les porteurs d'ORA jouissent des droits liés à la propriété d'obligations et notamment celui d'être groupés de plein droit dans une masse ; d'où il suit que le moyen n'est pas fondé ;

Sur le moyen unique du pourvoi n° 94-21.003, pris en sa première branche :

Attendu que les représentants de la masse des porteurs d'ORA Métrologie international émises au mois de mars 1989 font grief à l'arrêt d'avoir dit que les sociétés Avenir participation, Paribas électronique développement, Générale commerciale et financière & associés, ne pouvaient participer au vote sur les résolutions soumises à l'assemblée générale des titulaires d'ORA qui s'est tenue le 18 juillet 1994 et annulé cette assemblée générale par application des dispositions de l'article 308, alinéa 4, de la loi du 18 juillet 1994, alors, selon le pourvoi, que les représentants de la masse des porteurs d'ORA, dûment autorisés par l'assemblée générale, ont seuls qualité pour engager, au nom de ceux-ci, toutes actions ayant pour objet la défense des intérêts communs des obligataires ; qu'en omettant de déclarer d'office irrecevable une action engagée par des porteurs d'obligations remboursables en actions et tendant à l'annulation d'une assemblée générale d'obligataires qui aurait été tenue en violation des articles 308, alinéa 4, et 317 de la loi du 24 juillet 1966, la cour d'appel a violé l'article 301 de ladite loi ;

Mais attendu que les dispositions de l'article 301 de la loi du 24 juillet 1966 n'interdisent pas aux obligataires d'agir individuellement en annulation des délibérations de leurs assemblées ; d'où il suit que le moyen n'est pas fondé ;

Mais sur le moyen unique du pourvoi n° 94-21.003, pris en sa deuxième branche, et sur le moyen unique du pourvoi n° 94-21.436, pris en sa quatrième branche :

Vu les articles 5 et 308, alinéa 4, de la loi du 24 juillet 1966 ;

Attendu que l'interdiction faite à une société qui détient au moins 10 % du capital de la société débitrice de voter à l'assemblée des obligataires ne peut résulter que de sa participation directe dans le capital de cette société ;

Attendu que pour annuler les délibérations de l'assemblée des obligataires de la société Métrologie international, l'arrêt retient que " la Compagnie financière Paribas, qui est le banquier de la société, émettrice, détient directement 11,37 % du capital de celle-ci qu'elle contrôle à hauteur de 21,6 % à travers les sociétés Avenir participation, Paribas électronique développement et Générale commerciale et financière & associés " qui ont pris part au vote et " qu'elle contrôle 100 % des deux premières dont les dirigeants sont ses salariés et 31,5 % de la dernière " ;

Attendu qu'en statuant ainsi, alors qu'il résulte des énonciations de l'arrêt que les sociétés Avenir participation, Paribas électronique développement, Générale commerciale et financière & associés étaient des personnes juridiquement distinctes et qu'aucune d'elles ne détenait directement au moins 10 % du capital de la société Métrologie international, la cour d'appel a violé les dispositions des textes susvisés ;

Et sur le moyen unique du pourvoi n° 94-21.003, pris en sa troisième branche, et sur les première, deuxième et troisième branches du moyen unique du pourvoi n° 94-21.436 :

Vu les articles 5 et 308, alinéa 4, de la loi du 24 juillet 1966 ;

Attendu que pour annuler les délibérations de l'assemblée des obligataires de la société Métrologie international, l'arrêt retient que les sociétés Avenir participation, Paribas électronique développement et Générale commerciale et financière & associés, filiales à 100 % de la Compagnie financière de Paribas, ayant toutes trois leur siège social ..., détiennent respectivement 8 000, 9 290 et 90 625 ORA émises par la société Métrologie international, soit 22,36 % de l'émission, qu'ainsi, au travers du vote exprimé par un mandataire unique de ces trois sociétés, par ailleurs salarié du groupe Paribas, ce sont bien les intérêts du groupe et la volonté de l'actionnaire principal de la société Métrologie international qui ont prévalu à l'assemblée générale des porteurs d'ORA émises par cette société, qu'il existe une absence évidente d'indépendance " des organes de la filiale " à l'égard de la " société mère " ;

Attendu qu'en se déterminant par de tels motifs, impropres à établir que la Compagnie financière Paribas avait imposé aux sociétés Avenir participation, Paribas électronique développement, Générale commerciale et financière & associés des décisions contraires à leur intérêt social, en particulier, portant une atteinte illégitime à leurs droits d'obligataires de la société Métrologie international, la cour d'appel n'a pas légalement justifié sa décision ;

PAR CES MOTIFS, et sans qu'il y ait lieu de statuer sur les autres griefs des pourvois n°s 94- 21.003 et 94-21.436 :

CASSE ET ANNULE, dans toutes ses dispositions, l'arrêt rendu le 17 novembre 1994, entre les parties, par la cour d'appel de Versailles ; remet, en conséquence, la cause et les parties dans l'état où elles se trouvaient avant ledit arrêt et, pour être fait droit, les renvoie devant la cour d'appel de Paris.

**Cour de cassation, chambre commerciale, 10 juillet 2012, n°11-22.898**

Cour de cassation Chambre commerciale 10 juillet 2012

N° 11-22.898

Publié au bulletin

**Cassation partielle**

**RÉPUBLIQUE FRANÇAISE**

**AU NOM DU PEUPLE FRANÇAIS**

LA COUR DE CASSATION, CHAMBRE COMMERCIALE, a rendu l'arrêt suivant :

Attendu, selon les arrêts attaqués et les productions, que le 31 octobre 2007, la société Uniross SA (la société) a émis un emprunt obligataire constitué de cent quarante obligations remboursables en actions (ORA) ; qu'un jugement du 20 octobre 2008 a prononcé l'ouverture d'une procédure de sauvegarde de la société ; que le 14 mai 2009, un tiers s'est engagé à

investir une certaine somme dans la société, à condition que cette dernière procède à une réduction du capital à zéro suivie d'une augmentation de capital ; que le 29 mai 2009, l'assemblée générale extraordinaire de la société a délégué tous pouvoirs au conseil d'administration pour réduire le capital à zéro et procéder à une augmentation de capital ; que par jugement du 15 juin 2009, le tribunal a arrêté le plan de sauvegarde de la société et précisé les modalités de réalisation des opérations décidées par l'assemblée générale ; que M. X..., en sa qualité de représentant de la masse des titulaires d'ORA émises par la société, a formé tierce opposition à ce jugement et demandé que soient rétractées à l'égard de la masse les dispositions ayant prévu une réduction du capital à zéro sans qu'ait été recueillie l'approbation de l'assemblée des porteurs d'ORA ;

Sur le premier moyen :

Attendu que la société Uniross, M. Y..., en sa qualité de co-commissaire à l'exécution du plan de sauvegarde de la société, et la société civile professionnelle B...-C...-Z..., prise en la personne de M. Z..., en sa qualité de co-commissaire à l'exécution du plan de sauvegarde de la société, font grief à l'arrêt avant dire droit du 1er mars 2011 d'avoir déclaré recevable la tierce opposition formée par M. X..., ès qualités, alors, selon le moyen, que la disparition de la masse des obligataires consécutive à la réduction du capital à zéro de la société prive de toute qualité pour agir le représentant de la masse, l'action en justice devant être exercée à titre individuel par les obligataires ; qu'en estimant néanmoins que la tierce opposition formée par le représentant de la masse des créanciers obligataires contre le jugement ayant arrêté le plan de sauvegarde était recevable, au motif que la présente instance avait pour objet de déterminer l'étendue des droits des porteurs d'ORA au regard de la réduction du capital à zéro, lorsque l'action n'avait pas été introduite individuellement par les obligataires, mais par leur représentant, la cour d'appel a violé les articles 31 et 122 du code de procédure civile, ensemble les articles L. 228-46, L. 228-54 et L. 228-98 du code de commerce ;

Mais attendu que la masse des créanciers obligataires subsiste tant qu'il n'a pas été définitivement statué sur leurs droits ; qu'ayant relevé que le recours exercé contre le jugement ayant arrêté le plan de sauvegarde de la société avait pour objet de déterminer l'étendue des droits de ces créanciers au regard de l'opération de réduction du capital à zéro, la cour d'appel en a exactement déduit que la tierce opposition formée par le représentant de la masse des obligataires était recevable ; que le moyen n'est pas fondé ;

Sur le second moyen, pris en ses deux premières branches :

Attendu que la société Uniross, M. Y... et la société civile professionnelle B...-C...-Z... prise en la personne de M. Z..., ès qualités, font grief à l'arrêt du 28 juin 2011 d'avoir prononcé la nullité des dispositions du plan entérinant les délibérations du conseil d'administration du 17 juin 2009 qui a réduit à zéro le capital de la société et du conseil d'administration du 3 juillet 2009 qui a constaté l'annulation consécutive de la totalité des ORA, sans avoir consulté préalablement l'assemblée générale des obligataires, alors, selon le moyen :

1°/ que seule la modification du contrat d'émission doit être autorisée par l'assemblée générale des obligataires ; que la réduction du capital à zéro suivie d'une augmentation de capital n'est pas une modification du contrat d'émission, mais une modification du contrat de société, opposable, comme un fait juridique, aux obligataires, tiers au contrat de société ; qu'en énonçant que la réduction du capital à zéro suivie d'une augmentation de capital devait être autorisée par les obligataires, la cour d'appel a violé l'article L. 228-103, alinéa 2, du code de commerce, ensemble les articles 1165 et 1382 du code civil ;

2°/ qu'en cas de réduction du capital motivé par des pertes et réalisé par la diminution du montant nominal ou du nombre des titres composant le capital, les droits des titulaires des valeurs mobilières donnant accès au capital sont réduits en conséquence, comme s'ils les avaient exercés avant la date à laquelle la réduction de capital est devenue définitive ; qu'une telle opération ne constitue ni une modification de la forme, ni une modification de l'objet de la société ; qu'il en résulte que les porteurs d'obligations remboursables en actions, qui subissent de façon automatique les conséquences de la réduction de capital, ne doivent pas donner leur autorisation préalable à une telle opération ; qu'en statuant en sens contraire, la cour d'appel a violé l'article L. 228-98 du code de commerce ;

Mais attendu que les assemblées générales des titulaires de valeurs mobilières donnant accès à terme au capital sont appelées à autoriser toutes modifications au contrat d'émission et à statuer sur toute décision touchant aux conditions de souscription ou d'attribution de titres de capital déterminées au moment de l'émission ; qu'ayant exactement retenu que l'opération de réduction du capital à zéro et l'annulation consécutive des ORA touchaient aux conditions d'attribution de titres de capital déterminées au moment de l'émission, la cour d'appel en a déduit à bon droit que l'assemblée générale des obligataires aurait dû être préalablement appelée à statuer sur cette opération ; que le moyen n'est pas fondé ;

Mais sur la troisième branche de ce moyen :

Vu l'article 455 du code de procédure civile ;

Attendu que pour statuer comme il a fait, l'arrêt retient que dès lors qu'en application de l'article L. 228-104 du code de commerce, la violation des dispositions impératives de l'article L. 228-103 du même code est sanctionnée par la nullité, la cour d'appel ne peut que prononcer la nullité des dispositions du plan, adopté par le jugement du 15 juin 2009, et entérinant les délibérations des conseils d'administration du 17 juin 2009 qui a réduit le capital de la société Uniross à zéro et du 3 juillet 2009 qui a constaté l'annulation consécutive de la totalité des ORA émises le 31 octobre 2007, sans qu'ait été préalablement consultée l'assemblée générale des obligataires ;

Attendu qu'en statuant ainsi, sans répondre aux conclusions de la société et de ses mandataires judiciaires qui soutenaient qu'en raison du lien d'indivisibilité existant entre les diverses dispositions du plan, il était impossible d'admettre la tierce opposition formée par les porteurs d'ORA et de maintenir le jugement ayant arrêté le plan de sauvegarde, la cour d'appel n'a pas satisfait aux exigences du texte susvisé ;

PAR CES MOTIFS, et sans qu'il y ait lieu de statuer sur les autres griefs :

REJETTE le pourvoi formé contre l'arrêt avant dire droit du 1er mars 2011 ;

CASSE ET ANNULE, sauf en ce qu'il a déclaré irrecevable la fin de non-recevoir soulevée par la société Uniross, l'arrêt rendu le 28 juin 2011, entre les parties, par la cour d'appel de Paris ; remet, en conséquence, sur les autres points, la cause et les parties dans l'état où elles se trouvaient avant ledit arrêt, et, pour être fait droit, les renvoie devant la cour d'appel de Paris, autrement composée ;

Laisse à chaque partie la charge de ses propres dépens ; Vu l'article 700 du code de procédure civile, rejette les demandes ;

Dit que sur les diligences du procureur général près la Cour de cassation, le présent arrêt sera transmis pour être transcrit en marge ou à la suite de l'arrêt partiellement cassé ;

Ainsi fait et jugé par la Cour de cassation, chambre commerciale, financière et économique, et prononcé par le président en son audience publique du dix juillet deux mille douze.

MOYENS ANNEXES au présent arrêt

Moyens produits par Me Spinosi, avocat aux Conseils, pour la société Uniross, M. Y..., ès qualités et la société B...-C...-Z....

PREMIER MOYEN DE CASSATION

Il est reproché à l'arrêt avant dire droit du 1er mars 2011 d'avoir déclaré recevable la tierce opposition formée par M. Antoine X..., ès qualités de représentant de la masse des titulaires d'obligations remboursables en actions émises par la société UNIROSS SA, d'avoir ordonné la réouverture des débats, renvoyé l'affaire à la mise en état, et invité les parties à conclure avant le 26 avril 2011, date à laquelle interviendra la clôture, et fixé la date des plaidoiries au mardi 3 mai à 14h ;

Aux motifs que « le tribunal a retenu pour juger l'action recevable, que le droit des obligataires ne se résume pas à la seule convertibilité de leur créance en capital, que la réduction du capital à zéro a porté atteinte au droit d'accès au capital sans affecter les autres droits, que subsiste notamment le droit de créance visé à l'article L228-38 du code de commerce, que les contrats d'obligation n'ont pas été mis à néant par l'opération d'accordéon pratiquée sur autorisation de l'assemblée générale des actionnaires, le 29 mai 2009, qu'il était légitime que les créanciers obligataires se groupent dans une masse dotée de la personnalité civile, en application de l'article L228-46 du code de commerce, que dès lors ils ont qualité et intérêt à agir.

Les intimés font valoir : - que la réduction du capital à zéro, suivie d'une augmentation de capital, dite " coup d'accordéon ", a eu pour effet de faire disparaître les ORA, en application de l'article L228-98 du code de commerce, que, par voie de conséquence, le droit

de créance visé à l'article L228- 38 du code de commerce ne subsiste pas, - qu'il s'ensuit que la masse des porteurs d'ORA a pris fin à la date du 1er juillet 2009 de sorte que Monsieur X... n'avait pas qualité pour les représenter et que ceux-ci ne pouvaient agir qu'à titre individuel, - qu'en tout état de cause, les conditions d'ouverture de la tierce-opposition ne sont pas réunies dès lors que les porteurs d'ORA n'invoquent pas de moyens qui leur soient propres et qu'ils ne démontrent pas que le jugement a été rendu en fraude de leurs droits, - qu'en application de l'article L622-20 du code de commerce, les créanciers sont représentés par le mandataire judiciaire sauf s'ils invoquent des moyens qui leur sont propres, que le seul fait qu'ils soient regroupés en masse ne les distingue pas des autres créanciers, - que l'appelant ne peut soutenir que la masse devait être consultée dans le cadre de l'élaboration du plan de sauvegarde, - qu'aucune fraude aux droits des porteurs d'ORA n'est démontrée, le représentant du ministère public à l'audience ayant fait observer que si une telle fraude était avérée, il se serait opposé au plan.

L'appelant réplique : - que la fin de non-recevoir alléguée ne respecte pas les conditions de l'article 122 du code de procédure civile aux termes duquel l'admission de toute fin de non-recevoir nécessite le rejet de la demande, sans examen au fond, qu'en l'espèce, cette fin de non-recevoir nécessite que le juge statue au fond et détermine si les droits des créanciers obligataires ont été ou non anéantis, qu'au surplus, si ces droits ont été anéantis, les créanciers n'auraient pas davantage pu agir individuellement contrairement à ce que soutiennent les intimés, - que les créanciers titulaires d'ORA sont les seuls à être titulaires d'un droit d'accès au capital du débiteur, qu'ils justifient donc d'un intérêt propre, distinct de celui des autres créanciers de la société UNIROSS, que la fraude aux droits des créanciers obligataires est caractérisée dès lors que le débiteur s'est libéré unilatéralement de sa dette contractuelle.

Aux termes de l'article L661-3 du code de commerce, les décisions arrêtant le plan de sauvegarde sont susceptibles de tierce opposition.

Les créanciers titulaires d'ORA, qui tirent de l'article L228-103 du code de commerce le droit d'être regroupés en une masse qui jouit de la personnalité civile, invoquent des moyens qui leur sont propres et distincts de ceux qui sont portés par le mandataire judiciaire. Il ne peut en effet leur être opposé, pour contester la recevabilité de leur action, le fait que la réduction du capital à zéro a entraîné la disparition des ORA dès lors que la présente instance a précisément pour objet de déterminer l'étendue de leurs droits au regard de cette opération.

La tierce-opposition est en conséquence recevable » ;

Alors que la disparition de la masse des obligataires consécutive à la réduction du capital à zéro de la société prive de toute qualité agir le représentant de la masse, l'action en justice devant être exercée à titre individuel par les obligataires ; qu'en estimant néanmoins que la tierce opposition formée par le représentant de la masse des créanciers obligataires contre le jugement ayant arrêté le plan de sauvegarde était recevable, aux motifs que la présente instance avait pour objet de déterminer l'étendue des droits des porteurs d'ORA au regard de la réduction du capital à zéro, lorsque l'action n'avait pas été introduite individuellement par les obligataires, mais par leur représentant, la Cour d'appel a violé les

articles 31 et 122 du code de procédure civile, ensemble les articles L. 228-46, L. 228-54 et L. 228-98 du code de commerce.

## SECOND MOYEN DE CASSATION (arrêt du 28 juin 2011)

Il est reproché à l'arrêt du 28 juin 2011 d'avoir prononcé la nullité des dispositions du plan entérinant les délibérations des conseils d'administration du 17 juin 2009 qui a réduit le capital de la société UNIROSS à zéro et du 3 juillet 2009 qui a constaté l'annulation consécutive de la totalité des obligations remboursables en actions émises le 31 octobre 2007, sans avoir consulté préalablement l'assemblée générale des obligataires et d'avoir en conséquence débouté les exposants de leur demande reconventionnelle en dommages-intérêts ;

Aux motifs que « sur la recevabilité de la tierce opposition La question relative à la recevabilité de la tierce opposition de Monsieur X..., ès qualités, a été tranchée par l'arrêt de cette cour en date du 1er mars 2011 qui a confirmé le jugement déféré en ce qu'il avait déclaré celle-ci recevable.

Il s'ensuit que l'exception d'irrecevabilité formée par la société UNIROSS est irrecevable.

Sur la demande visant à la réformation du jugement en ce qu'il a statué ultra petita ;

L'appelant prétend que la masse a saisi les premiers juges d'une demande tendant " à la rétractation du jugement du 15 juin 2009 et le rejet du plan de sauvegarde de la société UNIROSS SA en ce que celui-ci a prévu une réduction du capital à zéro sans avoir recueilli l'approbation de l'assemblée des porteurs d'ORA. ", qu'elle ne demandait en conséquence que l'inopposabilité à la masse des chefs du plan de sauvegarde relatifs à la réduction du capital à zéro et non sa nullité, qu'en indiquant que " la nullité n'est pas encourue " et en statuant sur la validité de l'opération de réduction du capital à zéro, les premiers juges ont statué sur une question dont ils n'étaient pas saisis.

Les intimés répliquent que les premiers juges n'ont pas statué sur la réduction de capital mais sur le fait de savoir si la consultation des porteurs d'ORA était obligatoire OU non pour cette opération, qu'en tout état de cause il s'agit de motifs non décisifs.

L'appelant fait valoir que si le motif par lequel les premiers juges ont affirmé la validité de l'opération de réduction de capital est jugé non décisif par la cour, n'a pas autorité de chose jugée.

En application de l'article 5 du code de procédure civile, le juge ne peut se prononcer que sur ce qui est demandé. En l'espèce, l'appelant a soutenu devant les premiers juges, dans les conclusions récapitulatives n° 3 qu'il produit devant la cour, que le défaut de consultation des créanciers obligataires devait entraîner la nullité du plan de sauvegarde. Il ne peut en conséquence sérieusement soutenir que le tribunal, en constatant dans ses motifs que la nullité n'est pas encourue par le défaut de réunion de l'assemblée générale des obligataires, a statué ultra petite.

Sur la demande principale

Le tribunal a retenu :

- que si la modification du capital social a une conséquence juridique sur les conditions dans lesquelles les obligataires vont avoir accès ou non au capital, elle ne constitue pas une modification du contrat d'émission, que les dispositions de l'article L228-103 du code de commerce ne visent que de telles modifications,

- que les obligataires subissent les conséquences d'un acte juridique des actionnaires qui s'imposent à eux comme un fait juridique, indépendamment des termes du contrat d'émission, - que la réunion de l'assemblée des obligataires n'est pas le préalable nécessaire à la réduction de capital autorisée par PAGE du 29 mai 2009.

L'appelant soutient qu'il est fondé à solliciter l'inopposabilité des chefs du jugement arrêtant le plan de sauvegarde qui lui font grief, qu'en l'espèce, il résulte de la combinaison des articles L228-103 et L626-3 du code de commerce que la société UNIROSS aurait dû convoquer une assemblée générale des titulaires des titres donnant accès au capital, pour autoriser l'opération et qu'elle ne l'a pas fait, qu'en ne procédant pas à l'émission de la première tranche à la date fixée, soit le 31 octobre 2008, la société UNIROSS a nécessairement modifié les conditions d'attribution des titres de capital déterminées au moment de l'émission, violant ainsi les textes sus-visés, qu'en tout état de cause, il ne peut être soutenu que l'anéantissement de l'objet même du contrat d'émission n'a pas modifié ce contrat.

Sur la question posée par la cour, il fait valoir qu'il n'y a aucune contradiction dans ses demandes, qu'il n'a fait qu'user de son droit de former tierce-opposition et que cette voie de recours tend logiquement à la rétractation ou la réformation du jugement " au profit du tiers qui l'attaque ". Il fait valoir que dès lors que le projet de plan ne prévoyait pas cette consultation de la masse pourtant exigée par l'article L626-3 du code de commerce, il devait être déclaré inopposable, comme contraire aux dispositions sus-visées.

Les intimés prétendent que la masse n'avait ni à être consultée ni à autoriser l'opération. Ils font valoir : - que Monsieur A... a assisté, ès qualités, à l'assemblée générale du 29 mai 2009 au cours de laquelle toutes les informations ont été données sur le projet de plan ainsi que sur ses conséquences sur la situation des porteurs d'ORA,

- que l'article L228-103 du code de commerce n'exige pas une consultation préalable de la masse avant une réduction de capital, - qu'il est impossible de déclarer l'inopposabilité du jugement du 15 juin 2009 aux seuls tiers opposants dès lors que les dispositions de celui-ci sont indivisibles et que cela reviendrait à anéantir le plan de sauvegarde et l'investissement d'EVEREADY sur lequel il repose.

L'article L626-3 du code de commerce stipule que, lorsque le projet de plan prévoit une modification du capital, les assemblées générales visées à l'article L228-3 du code de commerce sont convoquées " lorsque leur approbation est nécessaire ".

Aux termes des dispositions impératives de l'article L228-103 du code de commerce, les assemblées générales des titulaires de valeurs mobilières donnant accès à terme au capital sont " appelées à autoriser toutes modifications au contrat d'émission et à statuer sur toute décision touchant aux conditions de souscription ou d'attribution de titres de capital déterminées au moment de l'émission ".

En l'espèce, l'opération de réduction du capital à zéro et l'annulation des ORA qui s'en est suivi, touchent à l'évidence aux conditions d'attribution de titres de capital déterminées au moment de l'émission de sorte que cette opération nécessitait l'approbation préalable de l'assemblée des obligataires.

Dès lors qu'en application de l'article L228-104 du code de commerce, la violation des dispositions susvisées est sanctionnée par la nullité, la cour ne peut que prononcer la nullité des dispositions du plan, adopté par le jugement du 15 juin 2009, et entérinant les délibérations des conseils d'administration du 17 juin 2009 qui a réduit le capital de la société UNIROSS à zéro et du 3 juillet 2009 qui a constaté l'annulation consécutive de la totalité des obligations remboursables en action émises le 31 octobre 2007, sans avoir consulté préalablement l'assemblée générale des obligataires.

Il s'ensuit que le jugement déféré sera infirmé. Sur la demande reconventionnelle de dommages et intérêts

Il se déduit de ce qui précède que la demande de dommages et intérêts formée par les intimés sera rejetée » ;

Alors, d'une part, que seule la modification du contrat d'émission doit être autorisée par l'assemblée générale des obligataires ; que la réduction du capital à zéro suivie d'une augmentation de capital n'est pas une modification du contrat d'émission, mais une modification du contrat de société, opposable, comme un fait juridique, aux obligataires, tiers au contrat de société ; qu'en énonçant que la réduction du capital à zéro suivie d'une augmentation de capital devait être autorisée par les obligataires, la Cour d'appel a violé l'article L. 228-103 alinéa 2 du code de commerce, ensemble les articles 1165 et 1382 du code civil ;

Alors, d'autre part, qu'en cas de réduction du capital motivé par des pertes et réalisé par la diminution du montant nominal ou du nombre des titres composant le capital, les droits des titulaires des valeurs mobilières donnant accès au capital sont réduits en conséquence, comme s'ils les avaient exercés avant la date à laquelle la réduction de capital est devenue définitive ; qu'une telle opération ne constitue ni une modification de la forme, ni une modification de l'objet de la société ; qu'il en résulte que les porteurs d'obligations remboursables en actions, qui subissent de façon automatique les conséquences de la réduction de capital, ne doivent pas donner leur autorisation préalable à une telle opération ; qu'en statuant en sens contraire, la Cour d'appel a violé l'article L. 228-98 du code de commerce ;

Alors, de troisième part, que les exposants faisaient valoir dans leurs conclusions en cause d'appel que le plan de sauvegarde avait été établi sous condition résolutoire de

l'investissement réalisé par EVEREADY, lui-même conditionné par la réduction du capital à zéro de la société UNIROSS suivie d'une augmentation de capital, ayant pour effet l'annulation des ORA, de sorte qu'il était impossible d'admettre la tierce opposition et de maintenir le jugement du 15 juin 2009 qui a arrêté le plan de sauvegarde de la société UNIROSS, eu égard à l'indivisibilité des dispositions de ce plan (conclusions d'appel des exposants, p. 21, § 118 et 119) ; qu'en prononçant, sur tierce opposition, la nullité des seules dispositions du plan adopté par jugement du 15 juin 2009 entérinant les délibérations des conseils d'administration du 17 juin 2009 qui a réduit le capital de la société UNIROSS à zéro et du 3 juillet 2009 qui a constaté l'annulation consécutive des ORA, sans répondre aux conclusions déterminantes des exposants sur l'incidence d'une telle annulation sur la remise en cause du plan de sauvegarde dans son ensemble, la Cour d'appel a violé l'article 455 du code de procédure civile ;

Alors, de quatrième part, que la décision qui fait droit à la tierce opposition ne rétracte ou ne réforme le jugement attaqué que sur les chefs préjudiciables au tiers opposant et que le jugement primitif conserve ses effets entre les parties, même sur les chefs annulés ; qu'en prononçant, sur tierce opposition, la nullité des dispositions du plan adopté par jugement du 15 juin 2009 entérinant les délibérations des conseils d'administration du 17 juin 2009 qui a réduit le capital de la société UNIROSS à zéro et du 3 juillet 2009 qui a constaté l'annulation consécutives des ORA, ce qui conférerait à sa décision un effet à l'égard de l'ensemble des parties au jugement ayant arrêté le plan de sauvegarde, la Cour d'appel a violé les articles 583 et 591 du code de procédure civile, ensemble l'article L. 661-3 du code de commerce ;

Alors, de cinquième part, qu'en cas d'indivisibilité à l'égard de plusieurs parties au jugement attaqué, la chose jugée sur tierce opposition l'est à l'égard de toutes les parties appelées à l'instance ; qu'en prononçant, sur tierce opposition, la nullité des dispositions du plan adopté par jugement du 15 juin 2009, et entérinant les délibérations des conseils d'administration du 17 juin 2009 qui a réduit le capital de la société UNIROSS à zéro et du 3 juillet 2009 qui a constaté l'annulation consécutives des ORA, sans rechercher l'existence d'un lien d'indivisibilité à l'égard de toutes les parties concernées et sans rechercher si toutes les parties avaient été appelées dans la cause, la Cour d'appel a privé sa décision de base légale au regard des articles 584 et 591 alinéa 2 du code de procédure civile, ensemble l'article L. 661-3 du code de commerce ;

Alors, qu'enfin l'objet du litige est déterminé par les prétentions respectives des parties ; qu'en l'espèce, le représentant de la masse des créanciers obligataires ne sollicitait, dans le cadre de sa tierce opposition, que l'inopposabilité des chefs du jugement arrêtant le plan de sauvegarde qui lui faisaient grief ; qu'en prononçant, sur tierce opposition, la nullité des dispositions du plan adopté par jugement du 15 juin 2009, et entérinant les délibérations des conseils d'administration du 17 juin 2009 qui a réduit le capital de la société UNIROSS à zéro et du 3 juillet 2009 qui a constaté l'annulation consécutives des ORA, la Cour d'appel a dénaturé les termes du litige et a partant violé l'article 4 du code de procédure civile.