

**TOULOUSE
CAPITOLE**
Publications



« Toulouse Capitole Publications » est l'archive institutionnelle de
l'Université Toulouse 1 Capitole.

L'ASSOCIÉ INVESTISSEUR

LAURENT POSOCCO, GUILLAUME KESSLER

Référence de publication : Droit des sociétés n° 3, Mars 2016, dossier 5

Pour toute question sur Toulouse Capitole Publications,
contacter portail-publi@ut-capitole.fr

L'ASSOCIÉ INVESTISSEUR

1. - Il peut être étonnant, dans une journée relative aux figures de l'associé, de consacrer un sujet à l'associé investisseur. L'investisseur se définissant comme la personne qui engage des capitaux dans l'espoir d'un profit à court, moyen ou long terme, tout associé doit en effet être considéré comme tel. Pour reprendre quelques-unes des thématiques abordées dans le cadre du présent colloque, l'État, le dirigeant, l'associé indivis ou le salarié sont ainsi tous des investisseurs, de sorte qu'il semble difficile, au premier abord, d'identifier la spécificité de ce type d'associé par rapport à ses homologues. C'est en fait en raisonnant par opposition que l'on peut le mieux saisir le concept. Si tous les associés sont des investisseurs, certains poursuivent néanmoins un autre objectif que la simple recherche d'un profit. L'investisseur, uniquement soucieux de rentabiliser les fonds qu'il a engagés, peut ainsi être distingué de l'entrepreneur détenteur du pouvoir qui cherche à pérenniser ou renforcer le contrôle qu'il exerce sur la société. Seul le second aurait véritablement une « âme d'associé » dans la mesure où il serait animé par l'*affectio societatis*, à la différence du premier qui le plus souvent serait essentiellement un simple bailleur de fonds. Prenant l'exemple de l'actionnaire individuel détenteur de quelques titres achetés en bourse, M. Lucas observe que « l'*affectio societatis* de l'actionnaire d'une société dont les titres sont admis à la cote sur le marché boursier est presque toujours inexistant ». Or, si l'*affectio societatis* constitue bien ce critère qui permet de distinguer le contrat de société d'autres contrats, on est tenté de se demander si « l'actionnaire est encore un associé »^{Note 1}. La question est posée : l'associé investisseur est-il un véritable associé ? Animé par la doctrine depuis de nombreuses années, le débat est également alimenté par la jurisprudence. La Cour d'appel de Paris et la Cour de cassation ont ainsi eu l'occasion, dans le cadre de plusieurs affaires concernant des promesses de rachat de titres par les fondateurs à un prix déterminé, d'exclure le caractère léonin de la convention de portage en considérant que le porteur était avant tout un bailleur de fonds qui n'aurait pas consenti à son investissement s'il n'avait pas été assuré de récupérer au moins le montant de la somme engagée^{Note 2}. Au vu de ces arrêts, l'associé investisseur semble échapper partiellement à l'ordre public sociétaire, donnant ainsi à penser qu'il n'aurait pas le même statut que l'associé entrepreneur. L'utilisation de l'expression « bailleur de fonds » semble indiquer que, dans l'esprit de la jurisprudence, si l'associé entrepreneur est également un investisseur, l'inverse n'est pas toujours vrai : certains individus peuvent engager des fonds dans une société dans l'unique espoir d'un retour sur investissement sans jamais s'intéresser à la gestion de la société ou à la politique menée par les associés qui la contrôlent.

2. - Ce constat invite inévitablement à mener une nouvelle réflexion sur l'opportunité de la création d'un statut unifié. La création d'un statut spécifique de l'associé investisseur permettrait une certaine clarification. Entrepreneurs et investisseurs pourraient ainsi se voir attribuer des droits distincts, avec un renforcement des droits politiques dans le premier cas et un renforcement des avantages financiers dans le second. Même si l'idée est intéressante, l'approche pourrait cependant se révéler quelque peu réductrice. Il existe en premier lieu trop de catégories d'investisseurs pour que l'on puisse les rassembler dans un groupe. Le fonds de pension, la société de capital risque spécialisée dans le financement de *start-ups*, l'organisme bancaire, le particulier passionné, le lecteur assidu des *Échos* ou d'*Investir* ou le néophyte absolu faisant ses premières armes sur internet n'ont ainsi pas forcément grand-chose en commun. De plus, une telle approche risquerait de conduire à un cloisonnement : l'investisseur bénéficiant d'un tel statut pourrait en effet progressivement s'engager davantage et devenir peu à peu entrepreneur. Comment alors organiser le changement de statut ? Par ailleurs, faudrait-il attacher la qualité d'investisseur ou d'entrepreneur aux parts détenues ou à l'individu concerné ? Ces questions multiples invitent à se demander si des réponses ne peuvent pas déjà être trouvées dans le droit positif. Il existe en effet déjà de nombreux aménagements conventionnels permettant de tenir compte de la spécificité des situations de chacun (1) alors même que les régimes légaux, extrêmement disparates, seraient difficiles à harmoniser (2).

1. La prise en compte par le contrat de la diversité des types d'investisseurs

3. - Les aménagements conventionnels venant pallier les insuffisances de la loi, la logique voudrait que l'on commence par examiner les dispositions légales avant de s'intéresser aux mécanismes découlant de la volonté des parties. L'importance prise au fil des dernières décennies par la technique contractuelle, que l'on peut expliquer en partie par l'influence anglo-saxonne, justifie cependant de retenir une approche inverse. En l'absence de statut légal encadrant sa situation, l'associé investisseur ne peut en effet compter que sur les dispositions légales, qui ne permettent de le protéger que de manière résiduelle : il lui est nécessaire d'anticiper ses éventuels besoins en recourant aux deux principaux outils qui lui sont offerts : les pactes d'actionnaires (A) et les actions de préférence (B).

A. - Les pactes d'actionnaire

4. - Obéissants à la seule logique de l'autonomie de la volonté et limités par les seules exigences de l'ordre public sociétaire, les pactes d'actionnaire offrent une souplesse qui correspond parfaitement aux

besoins rencontrés par les actionnaires investisseurs. Si, d'une manière générale, l'investisseur se distingue de l'entrepreneur par sa volonté de sécuriser sa participation et sa recherche de rendement ou de plus-value, les situations, comme nous venons de le voir, peuvent cependant considérablement varier d'un cas à l'autre. Par son extraordinaire flexibilité, la technique du pacte d'actionnaire répond fort heureusement à la quasi-totalité des objectifs poursuivis. À défaut d'en dresser une liste exhaustive, quelques exemples classiques peuvent cependant être évoqués. La première problématique à laquelle on pense lorsque l'on s'intéresse à l'investisseur est bien entendu celle de la sécurisation de l'investissement. Plusieurs catégories de pactes répondent à ce besoin. On peut ainsi tout d'abord songer à l'exemple déjà cité des promesses d'achat d'actions à prix plancher, qui ont été validées par la jurisprudence en présence d'un bénéficiaire bailleur de fonds. Dans le même ordre d'idées, il est nécessaire de dire également quelques mots de la technique anglo-saxonne des clauses dites de *ratchet*, qui permettent à un investisseur de réviser son niveau de participation lorsque le rendement stipulé n'a pas été atteint, par le jeu d'une compensation de la part des associés entrepreneurs^{Note 3}. Dans les deux cas, l'associé bénéficiaire bénéficie d'une sécurité sans pour autant risquer de voir le pacte conclu qualifié de clause léonine dans la mesure où une perte est toujours possible, en cas de défaillance des promettants ou de réduction du capital à zéro par exemple. La même conclusion s'impose s'agissant des conventions dites d'*equity swap*, qui se traduisent par la mise en place d'une couverture de risque tout en réservant à la société cédante un complément de prix en cas d'appréciation de la participation du cessionnaire^{Note 4} ou encore de *buy or sell*. Sans aller jusque-là, l'investisseur peut également chercher à se rassurer en liant son sort à celui d'une autre associé auquel il fait particulièrement confiance. On songe ainsi à la clause de sortie conjointe, qui garantit au bénéficiaire de céder ses titres aux mêmes conditions de prix et selon les mêmes modalités que celles offertes au cédant ou encore aux clauses d'inaliénabilité, qui assurent la présence d'un associé dont la présence est jugée indispensable pour le développement de la société. Cette grande liberté fait ainsi douter de la nécessité de créer un statut d'investisseur : plutôt que d'établir un statut rigide, qui ne correspondra pas forcément aux caractéristiques précises de la situation, mieux vaut laisser les parties décider elles-mêmes des règles qui leur conviennent. Cela ne veut pas dire que l'on ne tiendra en rien compte de la spécificité de la situation de la qualité d'associé investisseur. Il convient en effet, s'agissant de ce dernier, de renforcer la liberté contractuelle en assouplissant les exigences de l'ordre public sociétaire. Des règles telles que la prohibition des clauses léonines ou la protection du droit de vote ne s'imposent en effet pas forcément avec la même force que lorsque l'on est en présence d'un associé entrepreneur^{Note 5}. Cet infléchissement est cependant déjà largement mis en œuvre comme en témoigne la jurisprudence déjà évoquée sur les conventions de portage ainsi que la législation relative aux actions de préférence.

B. - Les actions de préférence

5. - Si les actions de préférence sont consacrées depuis de nombreuses années déjà en droit français, notamment depuis la création d'actions sans droit de vote en 1978, il a fallu attendre l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 pour que les associés soient véritablement libres d'établir des titres correspondant précisément à leurs exigences, sur un modèle voisin des pactes d'actionnaires. Inspiré une nouvelle fois du modèle anglo-saxon et plus précisément de la législation américaine^{Note 6}, ce texte, complété depuis la loi 4 août 2008 sur la modernisation de l'économie et l'ordonnance du 6 novembre 2008, autorise la création d'« actions de préférence, avec ou sans droit de vote, assorties de droits particuliers de toute nature, à titre temporaire ou permanent » (C. com., art. L. 228-11). Au modèle rigide et encadré des actions à dividende prioritaire sans droit de vote a ainsi succédé un système plus libre, même si plusieurs dispositions impératives doivent être respectées. Il est ainsi possible de créer plusieurs catégories d'actions dans une même société afin de s'adapter aux besoins de chacun : actions avec droits politiques renforcés pour les associés entrepreneurs ou sans droits de vote avec avantages financiers pour fidéliser les associés investisseurs. La distinction entre les deux catégories d'investisseur est ainsi indiscutablement établie lorsque les associés ont fait le choix de recourir à ce dispositif, confirmant les craintes du sénateur Dailly qui, lors des débats relatifs à l'adoption de la loi instituant les actions à dividende prioritaire sans droit de vote, avait affirmé qu'on allait « briser le lien naturel qui existe entre le pouvoir et la propriété du capital »^{Note 7}. Qu'on approuve ou non cette dissociation, celle-ci a le mérite de permettre à chacun de trouver un modèle répondant à ses attentes. Les sacrifices politiques consentis par l'associé investisseur, que ce soit à travers le droit de vote ou le droit d'être nommé administrateur, ne pèsent ainsi pas bien lourd au regard des avantages financiers obtenus, tels que le dividende privilégié, autorisé par l'article L. 232-16 du Code de commerce, ou le dividende majoré visé par l'article L. 232-14 du même code. Cela confirme, si besoin était, l'infléchissement de l'ordre public sociétaire déjà observé en matière de pactes d'actionnaires : en présence d'un associé investisseur, le droit de vote n'est plus un attribut essentiel^{Note 8}. Faudrait-il pour autant appliquer deux droits différents pour les deux catégories d'associés : un droit de l'investissement pour l'investisseur et le droit des sociétés classique pour l'entrepreneur ? Cela n'est pas évident. Plutôt que d'une multiplication des statuts et des lois, les associés ont surtout besoin de souplesse. Si des ajustements ponctuels s'imposent, il est préférable de ne pas établir de distinction rigide, d'autant que certains associés échapperont toujours aux deux catégories. Un petit porteur peut ainsi être désireux d'être bien informé et participer à toutes les assemblées de la société dont il est actionnaire même s'il ne possède qu'une fraction infime du capital, de même qu'un entrepreneur peut espérer un retour rapide sur investissement et opter pour une approche de profit à court terme. À trop vouloir créer deux catégories distinctes, on risquerait ainsi d'oublier les associés se situant à mi-chemin entre les deux, de sorte que l'on risquerait de créer de nouvelles difficultés sans forcément éliminer celles

que l'on cherchait à résoudre. Même s'il est vrai que le recours aux aménagements conventionnels privilégie les associés avertis par rapport aux néophytes, cette solution n'en reste pas moins, en raison de sa flexibilité, la meilleure et la plus conforme à l'esprit du droit des sociétés moderne, d'autant que la loi peut utilement prendre le relai en l'absence d'anticipation.

2. L'impossible création par la loi d'un statut d'investisseur

6. - La loi n'offre pas à cette catégorie d'associé un statut unifié. Les situations des différents types d'investisseurs sont même relativement éloignées. Deux cas de figure seront relevés à titre d'exemple afin de démontrer la difficulté d'une harmonisation : seront analysés d'une part le candidat à l'investissement (A), d'autre part l'investisseur proprement dit (B).

A. - L'information du candidat à l'investissement

7. - Le candidat à l'investissement, en sa qualité de tiers, pourra bénéficier d'une information différenciée selon que la cible est une entreprise cotée en bourse ou une PME non cotée. Pour les sociétés cotées, la liste des publications annuelles au registre du commerce est enrichie de nombreux documents^{Note 9}, d'une publication semestrielle des résultats et d'une diffusion trimestrielle d'une information financière. Par ailleurs, l'offre au public de titres financiers obéit à une réglementation spécifique (*C. monét. fin., art. L. 411-1 et s.*) reprenant la directive prospectus^{Note 10}. La communication relative à ces produits doit, en effet, renseigner suffisamment le public relativement aux conditions de l'offre de titres financiers. L'agent donne une information appropriée sur les placements qu'il administre de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces titres financiers. Ce dispositif est destiné à simplifier l'accès au marché et à renforcer la confiance. Or, l'un des griefs adressés à la directive prospectus est qu'elle aboutit à ce que soient communiquées trop d'informations^{Note 11}, au point d'altérer leur intelligibilité. Le second cas est celui du candidat souhaitant participer au capital d'une PME non cotée. Selon le régime commun, l'impétrant, ne bénéficiant pas de l'analyse accrue de revues spécialisées ou d'une plate-forme de financement participatif, devra se satisfaire du Bodacc et du registre du commerce et des sociétés pour connaître la situation de l'entreprise. On regrettera bien évidemment la faculté pour les microentreprises de ne pas diffuser leur résultat par le biais d'une déclaration de confidentialité^{Note 12}. Mais on conçoit que, pour une petite ou moyenne structure, les obligations de publications trimestrielle et semestrielle, le respect de la directive prospectus, n'auraient pas de sens. Ces exigences alourdiraient considérablement les contraintes pesant sur le chef d'entreprise. Il serait dès lors

hasardeux de vouloir créer un statut unique car chaque régime d'information répond à des exigences adaptées à la taille de l'entreprise et à la méthode d'investissement choisie.

B. - La protection de l'investisseur

8. - Les dispositifs légaux particuliers sont parfois insuffisants, perfectibles, mais leur unification ne serait pas forcément opportune. Dans de nombreux cas, elle se ferait au détriment de la prise en compte de la singularité de chacun. Un exemple témoigne de la disparité des investisseurs. Dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, les actionnaires justifiant d'une inscription nominative depuis au moins deux ans et détenant ensemble au moins 5 % des droits de vote peuvent se regrouper en associations destinées à représenter leurs intérêts au sein de la société (*C. com.*, art. L. 225-120). L'association peut demander l'inscription à l'ordre du jour d'une question (*C. com.*, art. L. 225-105). Les actionnaires peuvent également, soit individuellement, soit collectivement intenter l'action sociale en responsabilité contre les administrateurs ou le directeur général (*C. com.*, art. L. 225-252). L'organisation d'une telle structure, très utile pour les grandes entreprises, serait probablement moins nécessaire dans les PME pour rassembler les actionnaires investisseurs car le capital est souvent beaucoup moins morcelé, plus homogène. Dès lors, l'opération n'est pas interdite mais elle n'est pas spécialement réglementée par la loi.

Note 1 *F.-X. Lucas, Les actionnaires ont-ils tous la qualité d'associé ? - Brefs propos discursifs autour du thème de l'associé et de l'investisseur : RD bancaire et fin. 2002, analyse p. 216.*

Note 2 *V. not. CA Paris, 25e ch. B, 21 déc. 2001, BSA Bourgoin c/ CDR Participations : JurisData n° 2001-162766 ; Dr. sociétés 2002, comm. 44, note F.-X. Lucas. - Cass. com., 3 mars 2009, n° 08-12.359, F-D, Hans c/ Société Fontanot Participations : JurisData n° 2009-047296 ; Dr. sociétés 2009, comm. 110, note M.-L. Coquelet.*

Note 3 *R. Routier, Les clauses de ratchet en droit des sociétés : Bull. Joly Sociétés 2002, p. 859.*

Note 4 *L. Assayat, Validité des opérations d'equity swap au regard de la prohibition des pactes léonins : Banque et droit 2002, p. 25 et s.*

Note 5 *Dans ce sens, F.-X. Lucas, op. cit.*

Note 6 *B. Brignon et Th. Granier, Actions de préférence : JCl. Société Traité, Fasc. 1803. - E. Grimaux, L'influence du droit anglo-américain sur les valeurs mobilières émises par les sociétés anonymes en droit français : Litec 2004, coll. Bibl. dr. Entreprise.*

Note 7 *JO Sénat 30 juin 1978, p. 1878.*

Note 8 *J.-J. Daigre, Le droit de vote est-il encore un attribut essentiel de l'associé ? : JCP G 1996, 575.*

Note 9 Rapport annuel de gestion, du rapport de gouvernance du président du CA ou du CS, le rapport du commissaire aux comptes sur les procédures de contrôle interne, le tableau récapitulatif des délégations pour les augmentations de capital, et le tableau des résultats des 5 derniers exercices. Elle est également accompagnée notamment de communiqués de presse, d'un rapport financier annuel, d'une diffusion au BALO et d'un communiqué sur les honoraires du commissaire aux comptes

Note 10 Un prospectus est un document d'information remis à un investisseur. Il concerne soit une opération initiée par une société cotée (introduction en bourse, augmentation de capital.), soit la commercialisation d'un OPCVM.

Note 11 Celles-ci portent notamment sur la taille, le coût et le défaut de lisibilité du prospectus, les redondances avec des informations disponibles par ailleurs.

Note 12 Les critères d'accès à l'option (ouverte depuis 2014) viennent d'être élargis par la loi Macron pour les comptes relatifs aux exercices annuels clos à partir du 31 décembre 2015 et déposés à partir du 6 août 2016. Pour bénéficier de l'option, l'entreprise ne devra pas dépasser au moins 2 des 3 critères suivants : total de bilan de 4 millions d'€, chiffre d'affaires net de moins de 8 millions d'€, moins de 50 salariés.