

ACTIONS DE PRÉFÉRENCE : LES DIFFICULTÉS D'ÉVALUATION DES AVANTAGES PARTICULIERS

L'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales a introduit dans le droit français les actions de préférence ; celles-ci sont directement inspirées d'instruments de capital bien connus dans les pays anglo-saxons, les *preferred stocks*.

LES CARACTÉRISTIQUES DES ACTIONS DE PRÉFÉRENCE

Selon l'article L.228-11 du Code de commerce, les sociétés peuvent créer, lors de leur constitution ou au cours de leur existence, des actions de préférence, avec ou sans droit de vote, assorties de droits particuliers de toute nature. Ces actions sont, comme leur nom l'indique, des titres de capital d'une catégorie particulière coexistant aux côtés des actions ordinaires et conférant à leurs porteurs des droits, librement définis dans les statuts, différents de ceux accordés aux actions ordinaires. Les actions de préférence se substituent désormais aux actions à dividende prioritaire sans droit de vote, aux actions de priorité, aux certificats d'investissement ou autres certificats de droit de vote dont l'émission est interdite depuis l'entrée en vigueur de l'ordonnance du 24 juin 2004. Les droits et obligations attachés aux actions de préférence peuvent être de nature pécuniaire (droit à un dividende prioritaire, priorité sur le boni de liquidation...) ou de nature non pécuniaire (droit de veto sur certaines décisions, attribution de sièges au conseil d'administration, droit d'information élargi...). Les actions de préférence sont également susceptibles d'être assorties d'obligations particulières (obligation de revente en cas de cession d'actions ordinaires) ou de faire l'objet de restrictions (suppression du droit de vote).

L'émission d'actions de préférence offre une grande liberté aux dirigeants des sociétés souhaitant émettre, à l'occasion de l'ouverture du capital à de nouveaux investisseurs, des titres offrant des niveaux de revenus et de risques spécifiques. Les acteurs du capital développement utilisent couramment ce type d'actions afin de rendre plus aisé le financement des sociétés évoluant dans des secteurs à risques (biotechnologies...).

L'INTERVENTION DU COMMISSAIRE AUX AVANTAGES PARTICULIERS

La création d'actions de préférence donne lieu à l'application des dispositions relatives aux avantages particuliers lorsque les actions sont émises au profit d'un ou plusieurs actionnaires nommément désignés. Ces dispositions, qui ont pour objet de permettre aux titulaires d'actions ordinaires de mieux apprécier les droits accordés aux titulaires d'actions de préférence ainsi que les conséquences de leur création, portent notamment sur l'intervention d'un commissaire aux apports, généralement qualifié de commissaire aux avantages particuliers, dont les termes de la mission résultent de l'article 169 alinéa 3 du décret du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales. Aux termes de son rapport, le commissaire aux avantages particuliers doit :

- décrire et apprécier chacun des avantages particuliers attachés aux actions de préférence,
- s'il y a lieu, indiquer, pour ces droits particuliers, quel mode d'évaluation a été retenu et pourquoi il a été retenu,
- justifier que la valeur des droits particuliers correspond au moins à la valeur nominale des actions de préférence à émettre augmentée éventuellement de la prime d'émission.

Le rapport du commissaire aux avantages particuliers, qui doit être tenu à la disposition des actionnaires au siège social au moins huit jours avant l'assemblée générale extraordinaire, a vocation à compléter deux autres rapports, celui du conseil d'administration et celui du commissaire aux comptes. Le premier doit indiquer les caractéristiques des actions émises et préciser l'incidence de l'opération sur la situation des titulaires de titres de capital et de valeurs mobilières donnant accès au capital. Le second doit donner un avis sur l'augmentation de capital envisagée, les caractéristiques des actions de préférence et l'incidence de l'opération sur la situation des titulaires de titres de capital et de valeurs mobilières donnant accès au capital.

LES DIFFICULTÉS D'ÉVALUATION DES ACTIONS DE PRÉFÉRENCE

En pratique, l'évaluation des avantages particuliers peut s'avérer extrêmement complexe dans la mesure où les droits et avantages attachés aux actions de préférence sont susceptibles de revêtir des caractéristiques très variées, elles-mêmes sources de combinaisons infinies. Les deux exemples développés ci-après fournissent un bref aperçu des difficultés d'évaluation que rencontrent habituellement les différentes parties prenantes (conseil d'administration, commissaire aux comptes, commissaire aux avantages particuliers) pourtant censées éclairer les actionnaires.

- Comment évaluer un droit de priorité au titre du partage du boni de liquidation sachant qu'un boni de liquidation n'est généralement pas déterminable et qu'il a de surcroît toutes les raisons d'évoluer en fonction de l'horizon de visibilité que l'on se donne ?

Dans ce cas, il convient d'estimer, via des travaux de simulation, le montant des capitaux propres à différentes échéances sur la base de la situation patrimoniale à la date de création des actions de préférence.

- Comment évaluer un droit de priorité au titre du partage du prix de cession futur de la société sachant qu'il n'est généralement pas possible d'apprécier la probabilité de cession ni même d'estimer le prix de cession ?

Dans ce cas, il convient notamment de s'interroger sur les perspectives de cession de la société, sur l'identité de ses éventuels acquéreurs, sur le montant de la transaction ainsi que sur le calendrier correspondant.

Face aux difficultés d'évaluation des avantages particuliers, il apparaît essentiel de fournir des fourchettes de valeurs résultant de travaux de simulation et de tests de sensibilité fondés sur des hypothèses pertinentes. L'évaluation des avantages particuliers se prête donc au développement de modèles permettant d'analyser différents scénarios en fonction de leurs probabilités de réalisation, de quantifier chacun des avantages en résultant, et de simuler in fine les modalités de partage des résultats, des dividendes, des bonis de liquidation et des prix de cession entre les titulaires d'actions ordinaires et les titulaires d'actions de préférence.

PAPER AUDIT & CONSEIL

222, boulevard Pereire
75017 Paris, France
+33 1 40 68 77 41
www.xavierpaper.com

Xavier Paper
+33 6 80 45 69 36
xpaper@xavierpaper.com

Patrick Grinspan
+33 6 85 91 36 23
pgrinspan@xavierpaper.com