

COMPAGNIE  
NATIONALE DES  
COMMISSAIRES AUX  
COMPTES

CNCC  
COMPAGNIE  
NATIONALE DES  
COMMISSAIRES AUX  
COMPTES

’  
Le commissaire aux apports et  
l’appréciation des avantages  
particuliers attachés aux actions de  
préférence - présentation du projet  
de guide professionnel de la CNCC

CLAUDE JACQUART/ CNCC  
PIERRE-LOUIS SEVEGRAND  
PASCAL SIMONS/ CNCC

’  
Partie 1 :

Aspects juridiques de la mission du  
commissaire aux apports sur  
l’appréciation des avantages particuliers  
attachés aux actions de préférence

CNCC  
COMPAGNIE  
NATIONALE DES  
COMMISSAIRES AUX  
COMPTES

2



## Des normes obligatoires à la pratique

Dispositions légales ou réglementaires relatives à l'intervention et l'appréciation des avantages particuliers attachés aux ADP devant être mentionnée dans le rapport émis par le commissaire aux apports.

### 1. Intervention du commissaire aux apports

#### Article L. 228-15, al. 1 du Code de commerce

« La création de ces actions donne lieu à l'application des articles L. 225-8, L. 225-14, L. 225-147 et L. 225-148 relatifs aux avantages particuliers lorsque les actions sont émises au profit d'un ou plusieurs actionnaires nommément désignés. Dans ce cas, le commissaire aux apports prévu par ces articles est un commissaire aux comptes n'ayant pas réalisé depuis cinq ans et ne réalisant pas de mission au sein de la société. »

#### En pratique : Champ d'application et identité du bénéficiaire

Quid si le bénéficiaire (i) n'est pas actionnaire (réponse du ministre de la justice – JO Sénat du 19 mai 2005), (ii) appartient à une catégorie de personnes répondant à des caractéristiques déterminées par l'AG ou (iii) n'est pas nommément désigné car il n'y a pas suppression du droit préférentiel de souscription



## Des normes obligatoires à la pratique

### 2. Mise à disposition du rapport

#### Article L. 225-8, al. 2 (constitution) ou L. 225-147 (en cours de vie) du Code de commerce

La loi renvoie au décret : l'article R. 225-136 ne mentionne que le dépôt au siège social (8 jours au moins avant l'assemblée, sauf délai réduit si tous les actionnaires y consentent avant la désignation du commissaire)

#### En pratique : Le dépôt au greffe

Le décret ne prévoit rien contrairement au rapport sur les apports en nature devant être déposé au greffe au moins 8 jours avant la date d'assemblée (R. 123-107)

#### Article L. 225-14 du Code de commerce (constitution)

« Les statuts contiennent l'évaluation des apports en nature. Il y est procédé au vu d'un rapport annexé aux statuts et établi, sous sa responsabilité, par un commissaire aux apports. Si des avantages particuliers sont stipulés, la même procédure est suivie. »

#### En pratique : Sanction de l'absence de rapport

En cas de création d'ADP à la constitution, si le rapport n'est pas annexé aux statuts : Suspension des droits de vote et des droits à dividendes attachés à l'ADP (L. 225-16-1 - loi Warsmann II du 22 mars 2012). Mêmes sanctions que celles prévues à l'article L. 225-150 (en cours de vie) en cas d'absence de rapport

## Des normes obligatoires à la pratique

### 3. Appréciation des avantages particuliers par le commissaire aux apports

#### L. 225-147, al. 2 du Code de commerce

« Ces commissaires apprécient, sous leur responsabilité, la valeur des apports en nature et les avantages particuliers. Un décret en Conseil d'Etat fixe les mentions principales de leur rapport, le délai dans lequel il doit être remis et les conditions dans lesquelles il est mis à la disposition des actionnaires. [•]. »

- Pas d'appréciation de la valeur des avantages particuliers

#### R. 225-136, al. 3 du Code de commerce

« En cas de stipulation d'avantages particuliers ou d'émission d'actions de préférence donnant lieu à l'application de l'article L. 228-15, le rapport décrit et apprécie chacun des avantages particuliers ou des droits particuliers attachés aux actions de préférence. S'il y a lieu, il indique, pour ces droits particuliers, quel mode d'évaluation a été retenu et pourquoi il a été retenu, et justifie 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. »

- Description des droits
- Appréciation des droits
- S'il y a lieu, indication du mode d'évaluation et raison du choix
- [S'il y a lieu,] justification que la valeur des droits  $\geq$  prix de souscription de l'ADP
- Quelle est la portée du terme « s'il y a lieu » ?

## Des normes obligatoires à la pratique

### En pratique

#### • Doctrine professionnelle

- « Selon la doctrine professionnelle applicable à cette mission, il ne m'appartient pas de juger du bien-fondé de l'octroi des avantages particuliers. Ma mission consiste à fournir une information complète et objective sur la nature de ces avantages et m'assurer que ces avantages ne sont ni interdits par la loi, ni contraires à l'intérêt de la société. » (extrait de rapport)
- Reprise de la réponse ministérielle du 3 décembre 1990 « la mission du commissaire consiste moins à juger du bien-fondé de l'octroi d'avantages particuliers, lesquels procèdent du consentement des Associés exprimé dans le pacte social qu'en apprécier la consistance et les incidences éventuelles sur la situation des Associés. »

#### • Description des droits

- Reprise des clauses statutaires

#### • Appréciation des droits

- Appréciation par rapport à quoi ?
- Diligences souvent effectuées par le commissaire : Validité des droits attachés à l'ADP par rapport au droit des sociétés / intérêt social et justification de la rupture d'égalité (« rupture d'égalité justifiée par le contexte et les modalités de l'opération / l'enjeu sur le développement de la société ») (extrait de rapport)
- Missions non prévues par la loi

## Des normes obligatoires à la pratique

### En pratique (cont')

- Le cas échéant, indication du mode d'évaluation retenu et raison du choix
  - Règle : Absence de valorisation fournie par l'émetteur
  - Exception : Calcul des droits à la sortie pour les ADP avec dividendes préciputaires ou ADP avec droits préférentiels en cas de sortie (TRI ou multiple) selon différentes hypothèses de sortie. Reprise des simulations faites par les investisseurs financiers
  - Méthodes d'évaluation
    - ✓ Droits financiers : Actualisation des flux de trésorerie / Black & Scholes / Monte Carlo
    - ✓ Droits non financiers : Comparable (droit de vote = 20% d'une action ordinaire)
  - Difficulté d'évaluation des droits : (« *droit non quantifiable à ce jour dans la mesure où il dépend d'éléments qui ne pourront être calculés qu'à la date où ce droit sera dû* ») (extrait de rapport)
- [Le cas échéant,] justification que la valeur des droits  $\geq$  prix de souscription
  - Mention souvent absente ou peu convaincante : « *nous sommes d'avis / rien ne s'oppose à notre avis* » (extrait de rapport)
  - Reprise non légitime de l'article R. 225-8 applicable aux apports

## Nature des droits attachés aux ADP

### Définition légale des ADP

Article L. 228-11, al. 1 du Code de commerce

« *Lors de la constitution de la société ou au cours de son existence, il peut être créé des actions de préférence, avec ou sans droit de vote, assorties de droits particuliers de toute nature, à titre temporaire ou permanent. Ces droits sont définis par les statuts dans le respect des dispositions des articles L. 225-10 et L. 225-122 à L. 225-125.* »

Un régime de liberté dans un environnement réglementé (ordre public sociétaire)

### 1. Droits financiers

#### Liberté

- Dividende prioritaire – préciputaire (ou dividende majoré) – cumulatif
- Dividende indexé (REX, CA, bénéfice exceptionnel comme la cession d'un actif, etc)
- Action traçante ou reflet – actions de préférence de groupe (ex : fonction des performances d'une filiale)
- Priorité sur le produit de cession ou le boni de liquidation (ex : fonction d'un TRI ou d'un multiple)
- Actions convertibles en actions ordinaires ou en action d'une autre catégorie (ex : clause de ratchet)
- Actions rachetables

## Nature des droits attachés aux ADP

### Limites

- Clause léonine
  - Article 1844-1, al. 2 du Code civil : « [•], la stipulation attribuant à un associé la totalité du profit procuré par la société ou l'exonérant de la totalité des pertes, celle excluant un associé totalement du profit ou mettant à sa charge la totalité des pertes sont réputées non écrites. »
- Stipulation d'intérêt fixe
  - Article L. 232-15, al. 1 du Code de commerce : « Il est interdit de stipuler un intérêt fixe ou intercalaire au profit des associés. Toute clause contraire est réputée non écrite. »
- Compétence de l'assemblée générale et existence d'un bénéfice ou de réserves distribuables pour distribuer un dividende
  - Article L. 232-12, al. 1 du Code de commerce : « Après approbation des comptes annuels et constatation de l'existence de sommes distribuables, l'assemblée générale détermine la part attribuée aux associés sous forme de dividendes. »
- Egalité des actionnaires en cas de réduction de capital
  - Article L. 225-204, al. 1 du Code de commerce : « En aucun cas, elle ne peut porter atteinte à l'égalité des actionnaires. »
  - Exception des actions rachetables (article L. 228-12, al. 2 du Code de commerce)

## Nature des droits attachés aux ADP

### 2. Droits non financiers

#### Liberté

- Droit politique
  - Droit de vote multiple / sans droit de vote / droit de veto sur certaines décisions importantes / droit de représentation dans les organes sociaux
- Droit d'information et de contrôle renforcé
  - Reporting / droit d'audit
- Droit relatif aux transferts
  - Inaliénabilité / préemption / agrément / sortie forcée / droit de sortie
- Droit anti-dilutif

## Nature des droits attachés aux ADP

### Limites

- Droit préférentiel de souscription
  - Article L. 225-132, al. 2 du Code de commerce : « *Les actionnaires ont, proportionnellement au montant de leurs actions, un droit de préférence à la souscription des actions de numéraire émises pour réaliser une augmentation de capital. Toute clause contraire est réputée non écrite.* » (supprimé par l'ordonnance de 2004)
  - Article L. 228-11, al. 5 du Code de commerce : « *Par dérogation aux articles L. 225-132 et L. 228-91, les actions de préférence sans droit de vote à l'émission auxquelles est attaché un droit limité de participation aux dividendes, aux réserves ou au partage du patrimoine en cas de liquidation sont privées de droit préférentiel de souscription pour toute augmentation de capital en numéraire, sous réserve de stipulations contraires des statuts.* »
- Action sans droit de vote
  - Article L. 228-11, al. 3 du Code de commerce : « *Les actions de préférence sans droit de vote ne peuvent représenter plus de la moitié du capital social, et dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, plus du quart du capital social.* »
  - Droit de participer aux assemblées : article 1844, al. 1 du Code civil : « *Tout associé a le droit de participer aux décisions collectives.* »

## Nature des droits attachés aux ADP

### Limites (cont')

- Action à droit de vote multiple
  - Article L. 225-122 I du Code de commerce : « *Sous réserve des dispositions des articles L. 225-10, L.225-123, L. 225-124, L.225-125 et L. 225-126, le droit de vote attaché aux actions de capital ou de jouissance est proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent et chaque action donne droit à une voix au moins. Toute clause contraire est réputée non écrite.* » (réserve expressément visée par l'article L. 228-11, al. 1 du Code de commerce)
  - Article L. 225-122 du Code de commerce non applicable à la SAS (article L. 227-1, al. 3)
- Droit de véto
  - Compétences exclusives de l'assemblée des associés.  
Dans la SAS : Article L. 227-9, al. 2 du Code de commerce : « *Toutefois, les attributions dévolues aux assemblées générales extraordinaires et ordinaires des sociétés anonymes, en matière d'augmentation, d'amortissement ou de réduction de capital, de fusion, de scission, de dissolution, de transformation en une société d'une autre forme, de nomination de commissaires aux comptes, de comptes annuels et de bénéfices sont, dans les conditions prévues par les statuts, exercées collectivement par les associés.* »
  - Application des règles de quorum (CA) et de majorité (AG) impératives dans les SA
- Droit relatif aux transferts
  - Absence de validité de certaines clauses restrictives de négociabilité dans les SA (limites fixées par la clause d'agrément prévue à l'article L. 228-23 du Code de commerce)

## Conclusion

### Condition de la réalisation de la mission : Comparaison avec le commissariat aux apports

- Mission légale proche
  - Article L. 225-8, al. 2 du Code de commerce : « Les commissaires apprécient, sous leur responsabilité, la valeur des apports en nature et les avantages particuliers. »
  - Article R. 225-8 du Code de commerce : « Le rapport des commissaires aux apports décrit chacun des apports, indique quel mode d'évaluation a été adopté et pourquoi il a été retenu et affirme que la valeur des apports correspond au moins à la valeur nominale des actions à émettre, augmentée éventuellement de la prime d'émission. »
- Niveau d'information transmise
  - Contexte de l'opération
  - Projet de statuts
  - Projet de rapport à l'assemblée des associés
- Echange avec les intervenants
  - En l'absence d'évaluation des droits, relation uniquement avec l'avocat sur le contenu et, le cas échéant, la validité des droits
  - Modification des projets de statuts du fait des négociations (contrairement à la valeur des apports figée au signing)

## Conclusion

### Pertinence du rapport à défaut d'évaluation transmise par l'émetteur

- Précisions des normes obligatoires en vigueur
- Evolution de la pratique : ADP et management package (les rapports d'expert)



## Partie 2 :

Intervention du commissaire aux apports chargé d'apprécier les avantages particuliers attachés aux actions de préférence



## Objet et limites de la présentation

Cette présentation porte uniquement sur les droits particuliers attachés aux actions de préférence

Elle aborde :

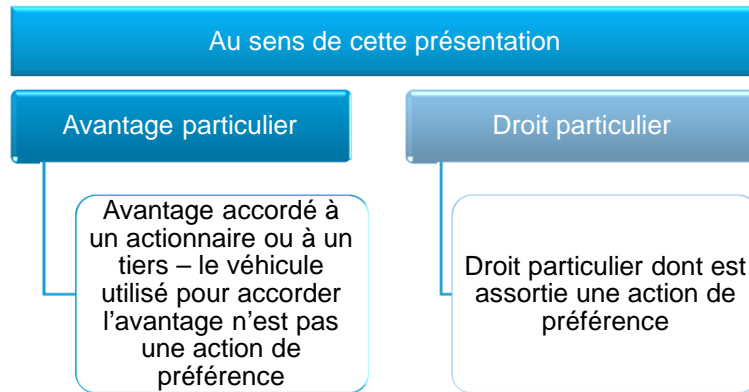
- La mission du commissaire aux apports (CAA) chargé d'apprécier les avantages particuliers en cas d'opération incluant des actions de préférence (AP)
- Des rappels sur la mission du commissaire aux comptes (CAC) en cas d'opération incluant des actions de préférence et impliquant de sa part une appréciation des droits particuliers attachés aux actions de préférence

Les missions relatives aux avantages particuliers stipulés à l'occasion d'opérations qui ne portent pas sur des actions de préférence ne sont pas abordées





## Distinction Avantage/droit particulier



## Modalités de désignation du CAA chargé d'apprécier les avantages particuliers attachés aux actions de préférence

Opération effectuée <u>à la constitution de la société</u>	Opération effectuée <u>en cours de vie sociale</u>
Désigné à l'unanimité des fondateurs ou, à défaut, par décision de justice, par le président du TC, statuant sur requête, à la demande des fondateurs ou de l'un d'entre eux (Articles L. 225-8 alinéa 1 et R. 225-7 al. 2)	Désigné à l'unanimité des actionnaires ou, à défaut, par décision de justice (Article L. 225-147 al. 1), par le président du TC, statuant sur requête (Article R. 225-7 alinéa 1 par envoi de R. 225-136 al. 1)
Choisi parmi les CAC inscrits sur la liste prévue à l'article L. 822-1 C. Com	
Soumis aux incompatibilités prévues à l'article L. 822-11 C. Com	
Le CAA est un CAC qui n'a pas réalisé depuis cinq ans et ne réalise pas de mission au sein de la société (Article L. 228-15)	

## Notion de CAC n'ayant pas réalisé depuis 5 ans et ne réalisant pas de mission au sein de la société

Réponse ministérielle Adnot, JO Sénat du 23 décembre 2004, p.2970

« La rédaction de cet article [L. 228-15 C. Com], par sa généralité, exclut la possibilité d'obtenir la désignation d'un commissaire aux comptes ayant réalisé toute mission au sein de la société, depuis cinq ans, y compris en vertu d'une désignation judiciaire »

### Doctrine CNCC

- Les termes « désignation judiciaire » incluent la désignation par ordonnance sur requête (Bull, n°145, p, 141)
- En cas de rémunération d'un apport par l'émission d'AP, il est possible de confier au même CAA la mission portant sur l'appréciation de la valeur des apports et sur les avantages particuliers éventuellement stipulés ainsi que celle portant sur les droits particuliers attachés aux AP (Bull, n°143, p, 512)

## Opérations concernées



## Notion d'actionnaires nommément désignés

Réponse ministérielle J.O. A.N., 24 août 2004, p. 6685

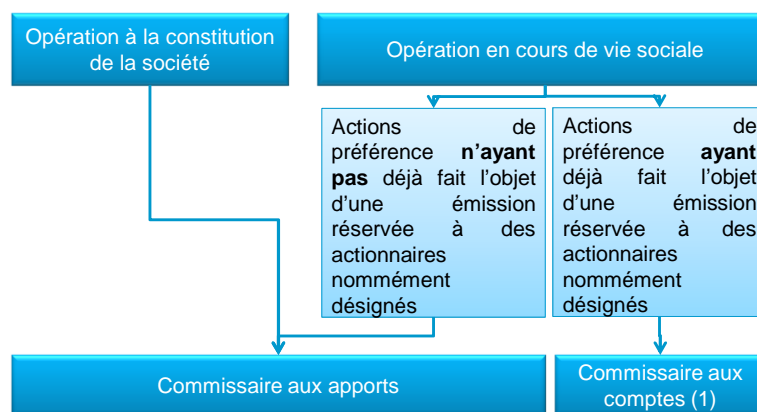
« les actionnaires déjà **existants** et les actionnaires **qui le deviennent au moment de la souscription** à condition toutefois que ces actionnaires **soient nommément désignés** »

### Difficultés d'application

Catégories de personnes répondant à des caractéristiques déterminées  
La définition des catégories est-elle de nature à conduire à des actionnaires nommément désignés ?

Bulletin CNCC n°143, septembre 2006, p.513, EJ 2006-7 6  
Bulletin CNCC n°167, septembre 2012, EJ 2012-24, p.59 5

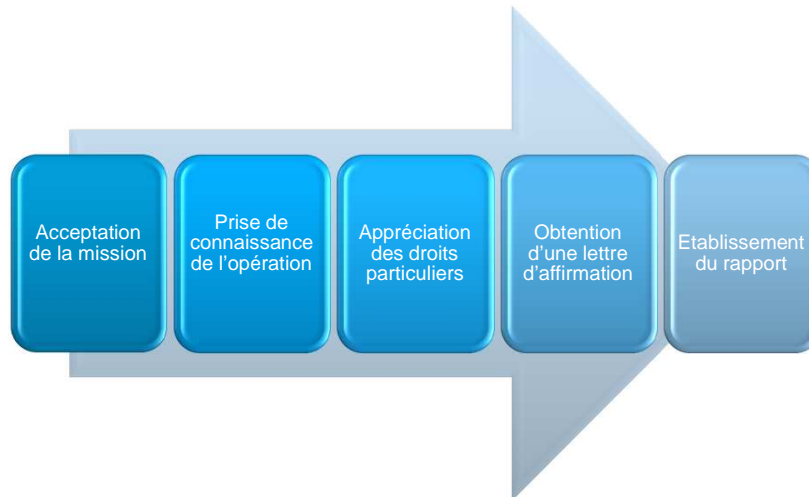
## Répartition de l'intervention entre le CAA et le CAC



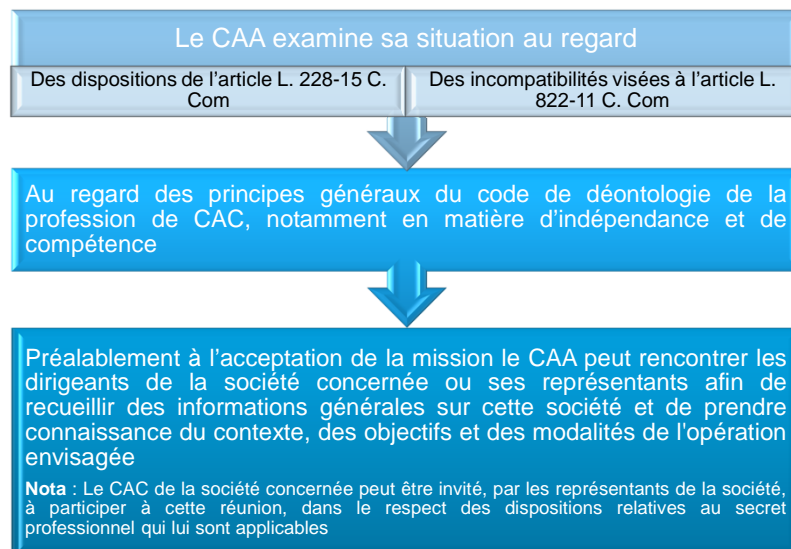
(1) Lorsque la société a désigné un commissaire aux comptes de façon obligatoire ou volontairement.



## Démarche générale du CAA chargé d'apprécier les avantages particuliers



## Acceptation de la mission



## Acceptation de la mission

### Avant d'accepter la mission

le CAA vérifie qu'il dispose, ou peut s'entourer, des compétences et de l'expérience nécessaires pour faire face aux difficultés de la mission

Conformément aux dispositions prévues par l'article R. 225-7 alinéa 3 C. Com, il peut se faire assister, dans l'accomplissement de sa mission, par un ou plusieurs experts de son choix

### Tout en étant attentif aux éléments suivants

- Délais insuffisants
- Limitation éventuelle des honoraires
- Limitation des contrôles
- Disponibilités des compétences nécessaires disponibles tant pour lui-même que pour ses collaborateurs
- Tous autres motifs identifiés pouvant avoir une incidence sur la mission

## Lettre de mission

### En cas d'acceptation de la mission

Le CAA établit une lettre de mission qu'il adresse aux fondateurs ou au représentant légal de la société, dans laquelle il indique notamment les conditions de réalisation de sa mission

### La lettre de mission peut comprendre

- La référence à la désignation du CAA
- La description de l'opération envisagée
- Les objectifs de la mission
- La description des diligences à effectuer
- La description des limites de la mission
- Les modalités relatives à la communication du rapport
- L'information relative la demande d'une lettre d'affirmation
- Les honoraires
- Les modalités pratiques de l'intervention (calendrier, déroulement des travaux, équipe, liste des documents nécessaires à l'accomplissement de la mission)
- Le cas échéant, les dispositions contractuelles en termes de responsabilité
- L'acceptation par la société des termes et conditions de la mission

## Objectifs de la mission

### Un peu d'histoire

#### Interprétation de l'article 80 de la loi n°66-537 du 24 juillet 1966 devenu article L. 225-8 (1) C. Com (2)

Réponse ministérielle du 3 décembre 1990 (3)

« (...) Il semble résulter de ces dispositions que la mission du commissaire consiste **moins à juger** du bien-fondé de l'octroi d'avantages, lesquels procèdent du consentement des associés exprimé dans le pacte social, **qu'à en apprécier la consistance et les incidences éventuelles sur la situation des actionnaires**, notamment si de tels avantages confèrent à certains d'entre eux un droit préférentiel sur les bénéfices et le boni de liquidation. »

(1) Les commissaires apprécient, **sous leur responsabilité**, la valeur des apports en nature et **les avantages particuliers**. Le rapport déposé au greffe, avec le projet de statuts, est tenu à la disposition des souscripteurs, dans les conditions déterminées par décret en Conseil d'Etat.

(2) Bulletin CNCC n°81, mars 1997, P.122, (JO AN, 3 décembre 1990, P.5543)

(3) Une approche similaire peut être retenue concernant la portée de l'article 193 de la loi n°66-537 du 24 juillet 1966, devenu article L. 225-147 du code de commerce

## Objectifs de la mission

### Portée de la mission du commissaire aux apports - Appréciation de la consistance et des incidences de ces avantages.

(J.O. A.N., 3 décembre 1990, p. 5543 ; Bull. Joly, janvier 1991, p. 60)

- » **Question.** - M. André Rossi attire l'attention de M. le Garde des Sceaux, ministre de la justice, sur l'article L. 80 de la loi du 24 juillet 1966, relative aux sociétés commerciales. En effet, aux termes de cet article, il est possible, lors de la création d'une société anonyme, d'accorder à certains actionnaires des avantages particuliers, tels qu'un dividende plus important ou un droit de préférence sur le boni de liquidation. Les actionnaires seraient donc titulaires d'actions de priorité ou d'actions privilégiées dont les avantages doivent être appréciés par un commissaire aux apports dans les mêmes conditions que pour un apport en nature. Il lui demande quels sont les faits pouvant justifier l'octroi de tels avantages à certains actionnaires, notamment quand l'ensemble des actionnaires fait des apports en numéraires de même valeur ; quels sont les critères que doit retenir le commissaire aux apports pour apprécier le bien-fondé de l'octroi d'avantages particuliers à des actionnaires ayant fait les mêmes apports en numéraire.
- » **Réponse.** - L'article 80 de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales prévoit la désignation par décision de justice d'un commissaire aux apports en cas de " *stipulation d'avantages particuliers au profit des personnes associées ou non* ". L'alinéa 2 de ce texte charge le commissaire d'apprécier sous sa responsabilité les avantages particuliers ainsi consentis. Il **semble** résulter de ces dispositions que la mission du commissaire consiste **moins à juger** du bien-fondé de l'octroi d'avantages, lesquels procèdent du consentement des associés exprimé dans le pacte social, **qu'à en apprécier** la consistance et les incidences éventuelles sur la situation des actionnaires, notamment si de tels avantages confèrent à certains d'entre eux un droit préférentiel sur les bénéfices et le boni de liquidation.

## Objectifs de la mission tels que formulés dans les textes légaux et réglementaires

Après l'ordonnance de 2004 ... application aux droits particuliers des AP

### Opération effectuée à la constitution de la société

Le CAA apprécie, sous sa responsabilité, (...) les avantages particuliers (Article L. 225-8 - avec offre au public - et article L. 225-8 1er alinéa par renvoi de l'article L. 225-12 - sans offre au public)

Le rapport du CAA (Article R. 225-8 directement ou par renvoi de l'article R. 225-13) :

- ✓ décrit chacun des apports
- ✓ indique quel mode d'évaluation a été adopté et pourquoi il a été retenu
- ✓ affirme que la valeur des apports correspond au moins à la valeur nominale des actions à émettre, augmentée éventuellement de la prime d'émission

### Opération effectuée en cours de vie sociale

Le CAA apprécie, sous sa responsabilité, les avantages particuliers (Article L. 225-147 al. 2)

Le rapport du CAA (Article R. 225-136 al. 3) :

- ✓ décrit et apprécie chacun des avantages particuliers ou des droits particuliers attachés aux AP

s'il y a lieu :

- ✓ indique, pour ces droits particuliers, quel mode d'évaluation a été retenu et pourquoi il a été retenu
- ✓ justifie que la valeur des droits particuliers correspond au moins à la valeur nominale des AP à émettre augmentée éventuellement de la prime d'émission

## Annexe Objectifs de la mission (après 2004)

### Questions avec réponses [9 réponses]

	Pertinence	Date
Actions de préférence : méthodes de conversion applicables en pratique Question n° 13314 posée par M. Philippe Adnot Réponse du Ministère de la justice	★★★★	29/07/2004
Régime juridique applicable au rachat d'actions de préférence Question n° 00431 posée par M. Philippe Adnot Réponse du Ministère de la Justice	★★★	05/07/2007
Actions de préférence : droits particuliers équivalents Question n° 13316 posée par M. Philippe Adnot Réponse du Ministère de la justice	★★★	29/07/2004
Actions de préférence : respect des droits de préférence Question n° 13317 posée par M. Philippe Adnot Réponse du Ministère de la justice	★★★	29/07/2004
Actions de préférence : application de la procédure des " avantages particuliers " Question n° 13315 posée par M. Philippe Adnot Réponse du Ministère de la justice	★★★	29/07/2004

5 questions sur les 9 trouvées - [Voir toutes les questions avec réponses](#)

### Questions sans réponses [1 question]

	Pertinence	Date
Régime juridique applicable au rachat d'actions de préférence Question n° 23907 posée par M. Philippe Adnot La question est caduque	★★★★	13/07/2006

## Annexe Objectifs de la mission (après 2004)

Question écrite n° 13315 de M. Philippe Adnot (Aube - NI) publiée dans le JO Sénat du 29/07/2004 - page 1693

M. Philippe Adnot attire l'attention de M. le garde des sceaux, ministre de la justice, sur l'impérieuse nécessité de clarifier certains aspects du régime juridique des actions de préférence introduites dans notre droit par l'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. En effet, l'article L. 228-15 nouveau dispose que la procédure dite des avantages particuliers doit être appliquée " lorsque les actions sont émises au profit d'un ou plusieurs actionnaires nommément désignés ". Or l'efficacité, en pratique, de l'établissement, ainsi imposé par l'Ordonnance, d'un rapport par un commissaire aux comptes indépendant sur la valeur des droits de préférence pose questionnement, dans la mesure où il sera impossible de conférer une valeur fidèle auxdits avantages. C'est pourquoi il souhaiterait savoir s'il entend assouplir cette obligation à la lumière de l'expérience déjà relevée en matière d'avantages particuliers. Par ailleurs, compte tenu de la diversité des prises de position existant déjà sur ce sujet en dépit, lui semble-t-il, de la clarté du texte sur ce point, pourrait-il confirmer que cette application de la procédure des avantages particuliers est limitée à l'émission d'actions de préférence au bénéfice d'actionnaires existants de la société émettrice.

Réponse du Ministère de la justice publiée dans le JO Sénat du 19/05/2005 - page 1441

Le garde des sceaux fait connaître à l'honorable parlementaire que le dernier alinéa de l'article 169 du décret n°67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales, tel que modifié par le décret n°2005-112 du 10 février 2005 relatif aux valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales, énonce qu'« en cas de stipulation d'avantages particuliers ou d'émission d'actions de préférence donnant lieu à l'application de l'article L. 228-15 du code de commerce, le rapport décrit et apprécie chacun des avantages particuliers ou des droits particuliers attachés aux actions de préférence. S'il y a lieu, il indique, pour ces droits particuliers, quel mode d'évaluation a été retenu et pourquoi il a été retenu, et justifie 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. » Ainsi, cette disposition est de nature à lever les incertitudes sur ce point. En outre, la procédure des avantages particuliers, visée au premier alinéa de l'article L. 228-15 du code de commerce doit être appliquée lors de l'émission d'actions de préférence au profit d'actionnaires nommément désignés. Or, l'émission d'actions, décidée par l'assemblée générale extraordinaire, n'a lieu que si l'action est souscrite par une personne qui devient immédiatement actionnaire. Ainsi, l'article L. 228-15 alinéa 1er, vise les actionnaires déjà existants et les actionnaires qui le deviennent au moment de la souscription à condition toutefois que ces actionnaires soient nommément désignés.

31

## Objectifs de la mission du CAA

1<sup>er</sup> terme du paragraphe de l'article R. 225-136 al.3

« ...le rapport décrit et apprécie chacun des droits particuliers attachés aux actions de préférence, ... »

Objectif

- **Décrire et apprécier** la pertinence de l'information relative à :
  - La consistance des droits particuliers
  - L'incidence éventuelle de l'opération sur la situation des actionnaires, donnée dans le rapport de l'organe compétent destiné à la réunion de l'organe délibérant appelé à se prononcer sur l'opération

32





## Objectifs de la mission du CAA

### 2<sup>ème</sup> terme du paragraphe de l'article R. 225-136 al.3

« ...s'il y a lieu, il indique [le rapport], pour ces droits particuliers quel **mode d'évaluation** a été retenu et **pourquoi il a été retenu**, ... »

#### Objectif

- La CNCC considère que l'expression « *s'il y a lieu* » signifie que les droits particuliers attachés aux AP peuvent être évaluables ou non évaluables et que l'indication, dans le rapport du CAA, du mode d'évaluation retenu par la société et de sa justification n'a lieu d'être que pour autant que les droits particuliers dont sont assorties les AP sont susceptibles de faire l'objet d'une évaluation et que la société a communiqué une information appropriée à ce titre



## Objectifs de la mission du CAA

### 3<sup>ème</sup> terme du paragraphe de l'article R. 225-136 al.3

« ... et **justifie** 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. »

#### Objectif

**Valeur du droit particulier  $\geq$  valeur nominale des actions de préférence augmentée de la prime d'émission**





## Objectifs de la mission du CAA

Vérification par le CAA de l'égalité :  
Valeur du droit particulier  $\geq$  valeur nominale des actions de préférence  
augmentée de la prime d'émission

Définition de l'AP par comparaison avec l'AO (source Vernimmen) :  
AP = AO + « **privilège** » (positif ou négatif) – décote d'illiquidité –  
éventuellement la valeur du droit de vote

Le privilège ou le droit particulier est une composante de l'AP

L'inégalité a été construite par analogie avec celle du CAA chargé d'apprécier  
la valeur des apports et des avantages particuliers à la constitution de la  
société « R. 225-8 » par renvoi de l'article de l'article R. 225-13, à savoir :  
« ... affirme que la valeur des apports correspond au moins à la valeur  
nominale des actions à émettre augmentée éventuellement de la prime  
d'émission. »

Mauvais copier/coller !!!



## Objectifs de la mission du CAA

Vérification par le CAA de l'égalité :  
Valeur du droit particulier  $\geq$  valeur nominale des actions de préférence  
augmentée de la prime d'émission

### Exemple

Nominal de l'AP 10€, prime de  
l'AP 3€ soit un total de l'AP de  
13€ apporté en numéraire ou en  
nature

valeur des droits particuliers  
évaluables 2€

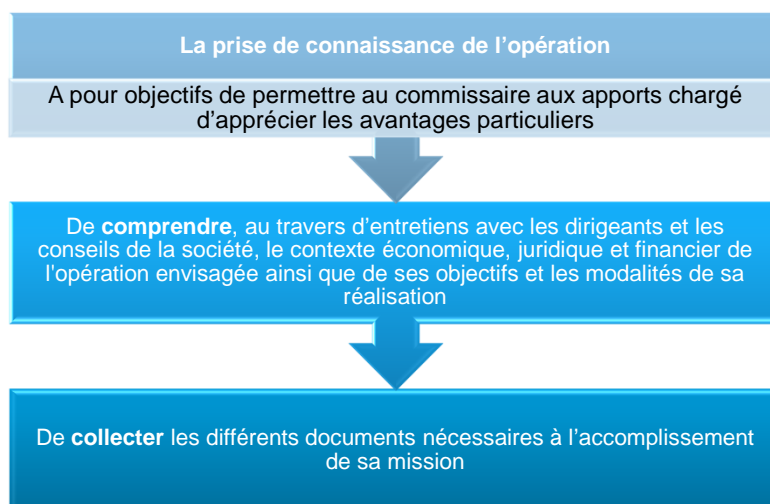
2€ < 13€

A la lettre de l'article R. 225-136 al. 3 le rapport du CAA serait toujours négatif  
sans qu'une conclusion pertinente soit formulée pour les actionnaires

## Diligences du CAA



## Diligences du CAA



## Diligences du CAA

### Appréciation des droits particuliers à 3 niveaux :

- 1 Appréciation de la **pertinence de l'information**, relative à la consistance des droits particuliers et à l'incidence éventuelle sur la situation des actionnaires de l'opération, donnée dans le rapport de l'organe compétent
- 2 Vérification du **caractère licite** des droits particuliers
- Le cas échéant :
  - 3a • Appréciation de l'**évaluation** des droits particuliers et de sa justification
  - 3b • Vérification que la **valeur des droits particuliers** correspond au moins à la valeur nominale des AP à émettre augmentée éventuellement de la prime d'émission

## Diligences du CAA

### Appréciation de la pertinence de l'information relative à la consistance des droits particuliers et à l'incidence éventuelle sur la situation des actionnaires de l'opération donnée dans le rapport de l'organe compétent

- 1 

Le CAA vérifie si l'information communiquée est de nature à permettre aux actionnaires de se prononcer en connaissance de cause sur l'opération projetée

  - Pertinente
  - Sincère
  - ...

En présence de droits susceptibles d'être modélisés (par exemple, un droit de relution), le CAA vérifie qu'une information appropriée est donnée dans le rapport de l'organe compétent. Il peut illustrer le comportement du modèle en fonction d'hypothèses (généralement, deux hypothèses extrêmes et une hypothèse considérée comme la plus probable) sous la forme de graphiques et présenter ses travaux d'analyse des différents scénarios ainsi que leurs incidences sur la situation des actionnaires (anciens et nouveaux)

## Diligences du CAA

### Vérification du caractère licite des droits particuliers

2

Vérifier que les droits dont sont assorties les AP ne sont pas contraires à la loi :

- Examiner les caractéristiques des AP concernées
- Vérifier que les droits pécuniaires dont sont assorties les AP ne contreviennent pas aux dispositions aux articles L.232-15, L.232-12 et L.228-91 du code de commerce et de l'article 1844-1 du code civil
- Vérifier, lorsque les AP sont privées du DPS que cette privation s'inscrit dans le cadre des dispositions prévues au dernier alinéa de l'Art. L.228-11 du code de commerce
- ....

## Diligences du CAA

### Appréciation, s'il y a lieu, de l'évaluation des droits particuliers

3a

L'examen de la valeur des droits particuliers n'est possible que dans la mesure où ceux-ci peuvent faire l'objet d'une évaluation

Cette évaluation est à réaliser par la société en recourant en tant que de besoin à des conseils extérieurs et/ou à des experts. Il n'entre pas dans la mission du CAA de les évaluer, sauf pour apprécier la valeur qui est communiquée par la société

Si la société estime que les droits particuliers dont sont assorties les AP **ne sont pas quantifiables** et, que le CAA partage cette analyse, il indique dans la partie de son rapport relative à l'appréciation des droits particuliers que du fait caractère non-quantifiable des droits particuliers il n'est pas en mesure d'apprécier leur incidence



## Diligences du CAA

### Appréciation, s'il y a lieu, de l'évaluation des droits particuliers

3a

Si la société estime que les droits particuliers dont sont assorties les AP **ne sont pas quantifiables** et, que le CAA partage cette analyse, il indique dans la partie de son rapport relative à l'appréciation des droits particuliers que du fait caractère non-quantifiable des droits particuliers il n'est pas en mesure d'apprécier leur incidence

A l'inverse, si la société n'a pas quantifié ces droits et que le commissaire aux apports estime qu'ils sont quantifiables

Le CAA en fait état dans la conclusion de son rapport sans cependant donner sa propre évaluation. Il en est de même dans le cas où la société bien qu'ayant quantifié ces avantages ne communique pas d'information à ce titre dans le rapport de l'organe compétent ou n'inclut pas la justification de la méthodologie retenue

~~3b~~

## Diligences du CAA

### Appréciation, s'il y a lieu, de l'évaluation des droits particuliers

3a

Lorsque l'évaluation des droits particuliers et sa justification figurent dans le rapport de l'organe compétent, il appartient au CAA de mettre en œuvre des diligences pouvant consister à :

- Apprécier le bien-fondé des méthodes d'évaluation retenues
- Vérifier que ces méthodes ont été correctement appliquées
- Mettre en œuvre des tests de sensibilité sur les principales hypothèses
- S'il l'estime nécessaire, mettre en œuvre une ou plusieurs méthodes alternatives jugées pertinentes

~~3b~~

## Diligences du CAA

### Exemple : Typologie des droits particuliers et approche de valorisation

Type de droit	Référence dans le présent guide professionnel	Ces droits sont-ils susceptibles d'être évalués ?		Dans l'affirmative, la méthode retenue peut être :
		Oui	Non	
<b>Droits pécuniaires</b>				
3.1				
▪ Droit sur dividendes	3.11.1	✓		Approche intrinsèque
▪ Droit à conversion	3.11.2	✓		Approche intrinsèque
▪ Droit au rachat	3.11.3	✓		Approche intrinsèque
▪ Droit de priorité sur le boni de liquidation	3.11.4	✓		Principalement optionnelle sur la base de plusieurs scénarios mais susceptible d'évoluer dans le temps
▪ Droit préférentiel et prioritaire dans la répartition du prix de cession des actions de la société	3.11.5	✓		Principalement optionnelle sur la base de plusieurs scénarios mais susceptible d'évoluer dans le temps
▪ Droit privilégié sur la distribution de réserves	3.11.6	✓		Approche intrinsèque
▪ Droit privilégié sur le produit de cession de certains actifs	3.11.7	✓		Approche intrinsèque
▪ Droit préférentiel et prioritaire en cas d'échange de titres dans le cadre d'une fusion ou d'un apport	3.11.8	✓		Approche intrinsèque
▪ Droit préférentiel et prioritaire en cas d'échange de titres dans le cadre d'une fusion ou d'un apport	3.11.8	✓		Approche intrinsèque

#### Quelques articles de référence :

- Evaluation de la préférence : revue des sociétés 2007 p.703 Sophie Schiller, Agrégée des universités, Membre de l'institut de recherche en droit des affaires de l'université de Paris 13
- *Valuing Common and Preferred Shares in Venture Capital Financings* : Dietemar P.J. Leisen (1<sup>er</sup> septembre 2010)
- *Staged Venture capital contracting with ratchets and liquidation Rights* : Dietemar P.J. Leisen (30 juin 2011)
- The Impact of liquidation Preferences on the Risk-return Structure of Venture Capital Transactions : Y. Hilpisch (29 mai 2006)

## Synthèse

3a

### Appréciation, s'il y a lieu, de l'évaluation des droits particuliers

Les droits particuliers dont sont assorties les AP sont-ils susceptibles d'être évalués ?

Oui

Non

La société a-t-elle procédé à leur évaluation ainsi qu'à sa justification et le rapport de l'organe compétent à l'organe délibérant fait-il état de cette évaluation et de sa justification ?

Oui

Non

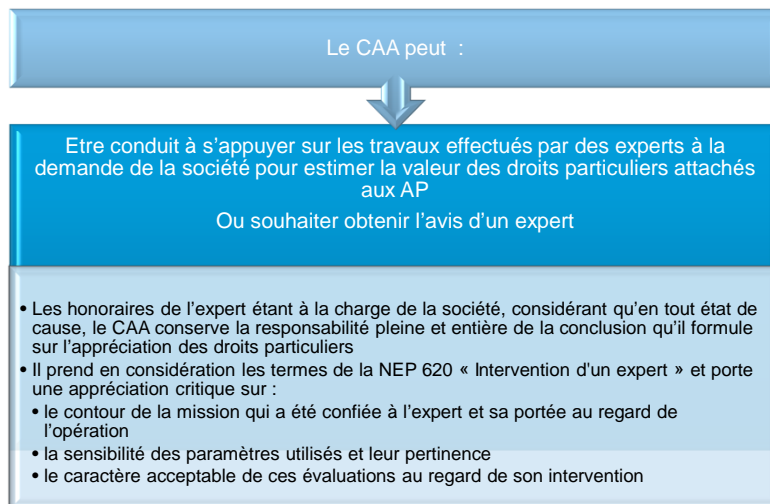
Le CAA :

- Apprécie le bien-fondé des méthodes d'évaluation retenues
- Vérifie que ces méthodes ont été correctement appliquées
- Met en œuvre des tests de sensibilité sur les principales hypothèses
- S'il l'estime nécessaire, met en œuvre une ou plusieurs méthodes alternatives jugées pertinentes

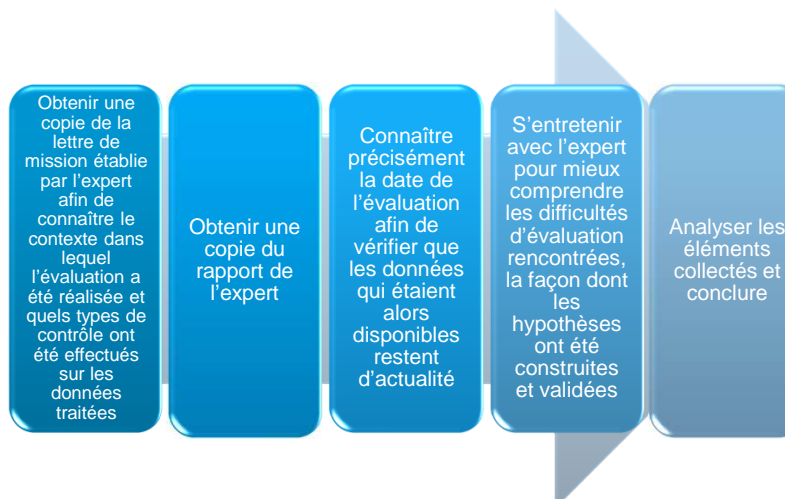
Le CAA :

- Identifie les méthodes d'évaluation qui auraient pu être retenues en la circonstance

## Utilisation des travaux accomplis par un expert



## Utilisation des travaux accomplis par un expert





## » Affirmations de la direction

Au terme de ses travaux, et avant la signature de son rapport, le CAA peut estimer opportun d'obtenir des dirigeants de la société, lorsque des déclarations importantes lui ont été faites, une lettre rappelant le contenu de ces déclarations

Dans le cas où le CAA ne sollicite pas une telle lettre, il lui appartient d'en justifier les raisons dans son dossier

Ces déclarations peuvent notamment porter sur

- » L'absence de survenance de faits ou d'évènement susceptibles d'affecter de manière significative les droits particuliers dont sont assorties les AP dont l'émission est envisagée ainsi que l'évaluation de ces droits particuliers et sa justification communiquées par la société dans le rapport de l'organe compétent

## » Affirmations de la direction

Ces déclarations peuvent notamment porter sur (suite)

- » Le fait que les données prévisionnelles de la société, sur lesquelles se fondent les évaluation :
  - Ont été établies sous la responsabilité de la direction de la société
  - Qu'elles reflètent l'ensemble des objectifs et des contraintes connus à ce jour par le management et par les directions opérationnelles de la société
  - Qu'elles constituent la meilleure estimation, faite par la direction, des perspectives de développement et d'évolution de rentabilité de la société
  - Qu'il n'existe, au jour de la rédaction de la lettre d'affirmation, aucun élément susceptible de remettre en cause ces prévisions

## Affirmations de la direction

Ces déclarations peuvent notamment porter sur (suite)

- Le cas échéant, le fait que les droits particuliers attachés aux AP ne sont pas susceptibles de faire l'objet d'une évaluation
- Le fait que les projets de texte des résolutions, de statuts et de rapport de l'organe compétent qui ont été communiqués au CAA contiennent l'ensemble des informations lui permettant d'apprécier, dans le cadre de sa mission, les droits particuliers dont sont assorties les AP dont l'émission est envisagée
- Le fait qu'il n'existe pas d'accord entre les parties susceptible de modifier les droits attachés aux AP visées dans les projets de texte des résolutions, de statuts et de rapport de l'organe compétent qui ont été communiqués au commissaire aux apports chargé d'apprécier les avantages particuliers
- D'une manière plus générale toutes les informations utiles pour servir les objectifs de la mission CAA lui ont été communiquées

## Rapport du CAA

### Plan du rapport

- Titre
- Destinataire
- Introduction
- Première partie : Présentation de l'opération
- Deuxième partie : Description des droits particuliers
- Troisième partie : description des diligences et appréciation des droits particuliers
- Quatrième partie : Optionnelle, présentant la synthèse et les points clefs
- Conclusion
- Date et signature

## Rapport du CAA

Titre	<ul style="list-style-type: none"><li>• « Rapport du commissaire aux apports chargé d'apprécier les avantages particuliers »</li><li>• Ce titre peut notamment être complété des références à la réunion de l'organe délibérant appelé à statuer sur l'opération</li></ul>
Destinataire	<ul style="list-style-type: none"><li>• Membres de l'organe délibérant de la société</li></ul>
Introduction	<ul style="list-style-type: none"><li>• 1° le contexte légal et réglementaire de l'intervention du CAA et les conditions de sa désignation</li><li>• 2° les responsabilités respectives de la société et du CAA</li><li>• 3° la référence à la doctrine professionnelle de CNCC applicable à cette mission ainsi que les objectifs des diligences qu'elle propose</li><li>• 4° l'absence de réalisation de travaux postérieurement à la date de signature du rapport.</li><li>• A l'issue de l'introduction le plan du rapport est généralement présenté</li></ul>

## Rapport du CAA

Première partie : Présentation de l'opération	<ul style="list-style-type: none"><li>• Il n'est pas nécessaire de reprendre en détail les termes issus des documents juridiques de la société, mais de s'attacher à présenter le contexte, l'objectif et les modalités de réalisation de l'opération envisagée</li><li>• Il s'agit d'une description synthétique considérant que le CAA ne se prononce pas sur l'opportunité de l'opération envisagée</li></ul>
Deuxième partie : Description des droits particuliers	<ul style="list-style-type: none"><li>• Cette partie est également une partie descriptive</li><li>• Elle reprend les termes des projets de rapport de l'organe compétent à l'organe délibérant, de statuts modifiés et, le cas échéant, de texte des résolutions et met en évidence les éléments spécifiques ou pouvant poser des difficultés</li><li>• En pratique, compte tenu de l'importance de la documentation sur les droits particuliers, il convient d'indiquer simplement la référence de l'article du projet de statuts ou de joindre au rapport le projet de statuts, le texte des résolutions</li></ul>

## Rapport du CAA

Troisième partie :  
Description des diligences accomplies et appréciation des droits particuliers

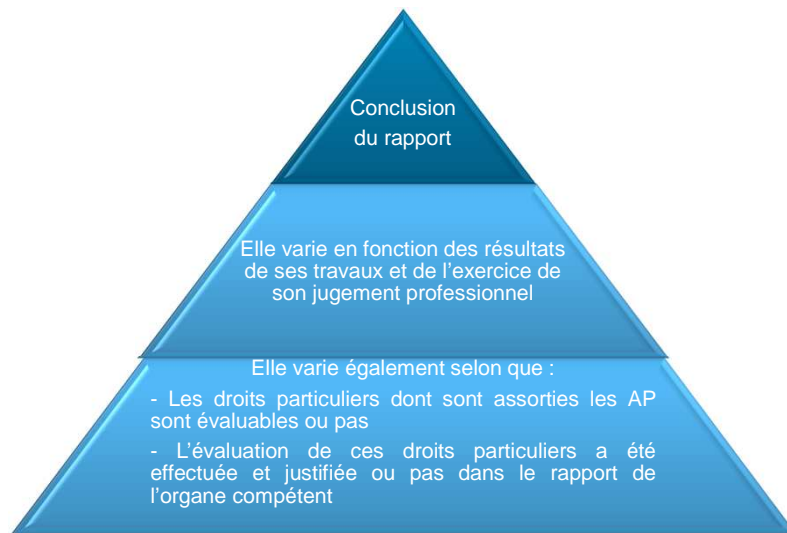
- Présenter de façon synthétique et pédagogique les droits dont sont assorties les AP
- Indiquer, le cas échéant, que ces droits de par leur nature ne sont pas susceptibles de faire l'objet d'une évaluation
- Faire état, le cas échéant, lorsque les droits sont susceptibles d'être modélisés, des simulations que le CAA a effectuées et présenter leurs effets
- Mentionner, lorsque les droits sont susceptibles d'être évalués et que la société a communiqué une information appropriée dans les documents destinés aux actionnaires, les méthodes alternatives que le CAA a utilisées et les résultats de leur application en terme de cohérence par rapport aux évaluations effectuées par la société
- Indiquer, lorsque le CAA estime que les droits particuliers sont susceptibles d'être évalués et que la société n'a pas procédé à cette évaluation, les méthodes d'évaluation qui auraient pu être utilisées. En revanche, il n'appartient pas au CAA de communiquer les résultats de la mise en œuvre de ces méthodes

## Rapport du CAA

Quatrième partie :  
**OPTIONNELLE**  
Synthèse

- Avant de présenter sa conclusion, le CAA peut synthétiser les points clés qui lui permettent de la formuler sa conclusion
- Cette synthèse apporte une information claire et pertinente aux actionnaires sur :
  - Les éléments essentiels caractérisant les droits particuliers dont sont assorties les AP
  - Les diligences mises en œuvre : utilisation d'une ou plusieurs méthodes alternatives jugées pertinentes pour évaluer les droits particuliers attachés aux AP
- Les éléments repris en synthèse ne peuvent conduire à une appréciation divergente de celle figurant dans la conclusion du rapport
- Cette partie a pour but d'éclairer la conclusion et en aucun cas de l'infirmier. Il ne s'agit pas non plus d'un résumé des parties précédentes du rapport
- Cette partie synthétique est, dans tous les cas, laissée à l'appréciation du CAA. Elle n'apparaît pas utile lorsqu'il n'a relevé au cours de sa mission aucune information spécifique qu'il souhaite mettre en évidence dans son rapport

## Rapport du CAA



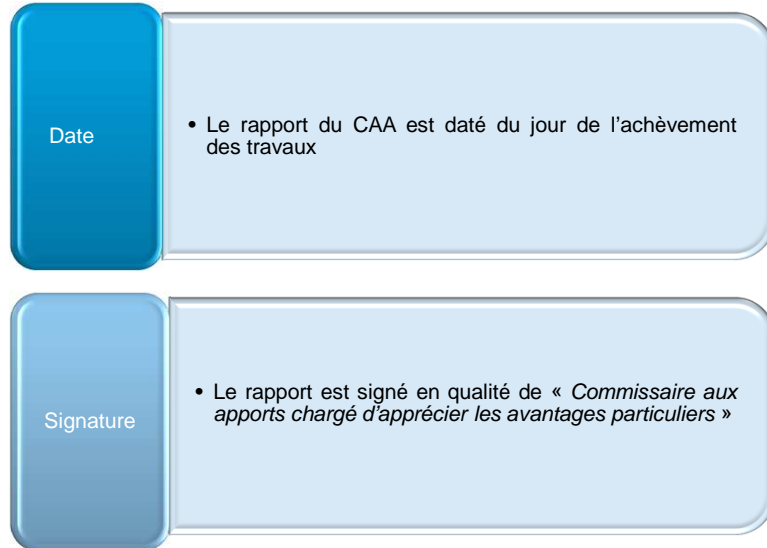
## Rapport du CAA - conclusion

Sans observation

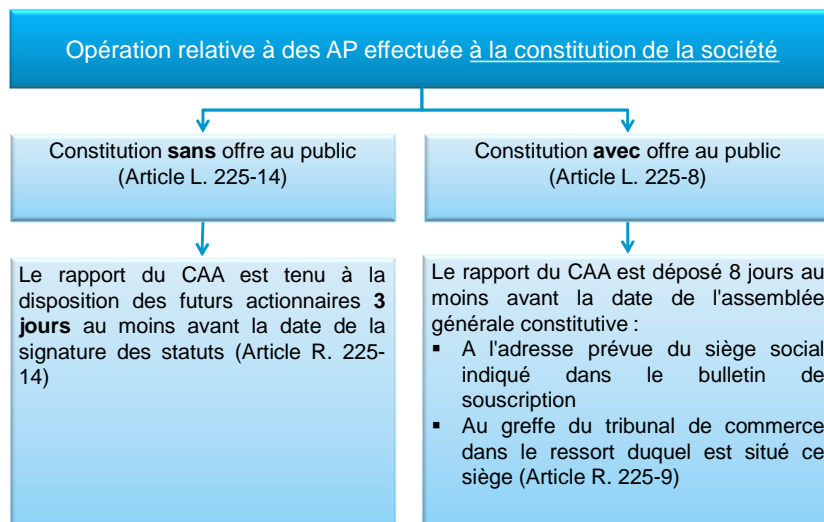
Avec observation sur le **caractère licite** des droits particuliers attachés aux AP

Avec observation sur la **pertinence** de l'information relative à la consistance des droits particuliers et/ou l'incidence de l'opération donnée dans le rapport de l'organe compétent

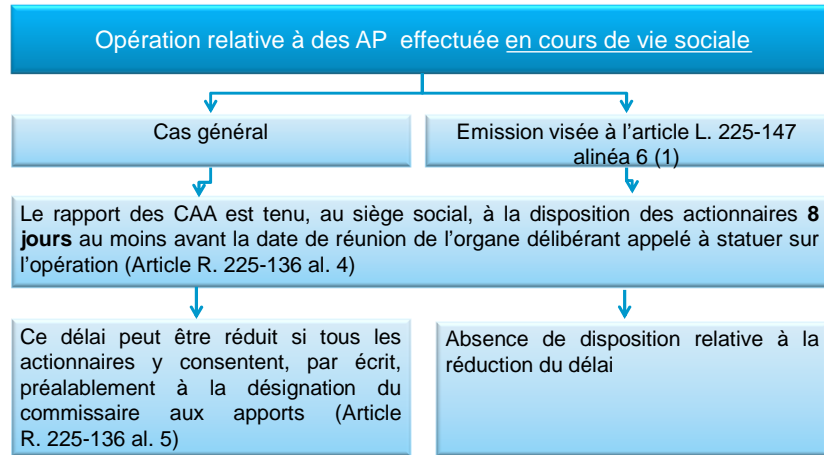
## Rapport du CAA



## Communication du rapport du CAA



## Communication du rapport du CAA



(1) Emission effectuée par une société dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, dans la limite de 10 % du capital social, en vue de rémunérer des apports en nature constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, lorsque les dispositions de l'article L. 225-148 ne sont pas applicables et que l'organe compétent fait usage d'une délégation.

## Partie 3 :

### Intervention du commissaire aux comptes



## Objectifs de la mission du CAC

En cas d'émission d'AP avec **suppression** du droit préférentiel de souscription réservée à des actionnaires nommément désignés

Vérifier et certifier

La sincérité des informations tirées des comptes de la société sur lesquelles il donne son avis

Donner son avis sur

La proposition de suppression du droit préférentiel de souscription

Le choix des éléments de calcul du prix d'émission des actions et sur son montant

Les caractéristiques des actions de préférence

L'incidence de l'émission sur la situation des titulaires de titres de capital et de valeurs mobilières donnant accès au capital appréciée par rapport aux capitaux propres

Le cas échéant, l'incidence de l'émission sur la valeur boursière de l'action

L'augmentation du capital envisagée

Apprécier

L'information donnée dans le rapport de l'organe compétent sur l'évaluation de l'incidence de l'émission envisagée sur les droits des porteurs actuels des actions de préférence de la catégorie concernée émises antérieurement



## Rapport du CAC

- La sincérité des informations chiffrées tirées de comptes d'une situation financière intermédiaire données dans le rapport de l'organe compétent
- Le choix des éléments de calcul du prix d'émission des AP et son montant
- La présentation, faite dans le rapport de l'organe compétent, des caractéristiques des AP
- La présentation de l'incidence de l'émission sur la situation des titulaires de titres de capital *le cas échéant*, et de valeurs mobilières donnant accès au capital], appréciée par rapport aux capitaux propres *le cas échéant*, et sur la valeur boursière de l'action
- La présentation de l'incidence de l'émission de nouvelles AP sur la situation des titulaires actuels d'actions de préférence
- La proposition de suppression du droit préférentiel de souscription





## Conclusion et échanges