

Bonnes Feuilles



Compagnie des Conseils
et Experts Financiers

Les risques de la sous-évaluation des titres



par Isabelle DUSART,
*Expert-comptable, Commissaire aux comptes,
Expert près la cour d'Appel de Paris*

Nous sommes attentifs au risque de surévaluation des actifs dans nos missions de commissaire aux comptes ou d'expert-comptable mais pas à celui de la sous-évaluation.

On connaît le risque de redressement fiscal pour l'apporteur qui a minoré la valeur de ses apports. Mais on oublie celui qui a cédé sa société à un prix anormalement bas et on ne se soucie pas de l'actionnaire minoritaire, livré à lui-même, quand il doit voter une augmentation de capital.

Le vendeur mal conseillé

La mise en cause par le vendeur de la responsabilité professionnelle de son conseil en cas de sous-évaluation du prix peut s'envisager, si immédiatement après la cession, le cessionnaire a revendu ses titres avec plus-value, ou s'il a levé des fonds sur la base d'un prix plus élevé.

Le préjudice serait une perte de chance par le vendeur d'avoir cédé sa société plus cher.

La discussion paraît simple mais le chemin est long. Il devra démontrer que lorsqu'il a cédé sa société pour 100, elle avait pourtant bien la même valeur que celle attribuée postérieurement par le repreneur pour 150. Cela suppose de démontrer que ni les conditions du marché, ni la société n'ont évolué entre les deux dates.

Une fois la sous-évaluation quantifiée – soit 50 ici – il restera à estimer comment la correction de cet écart se serait traduite, car il y a toujours distorsion entre prix et valeur. L'incidence sur le prix dépend des conditions de la négociation, telle que l'urgence du vendeur à se défaire de ses parts.

Enfin se dressera devant lui un dernier obstacle, l'estimation de la probabilité de trouver à l'époque un cessionnaire qui aurait accepté de conclure avec lui sur la base du prix révisé.

Les opérations sur le capital

L'interdiction de l'atteinte à l'égalité des actionnaires est exprimée dans le Code de Commerce dans deux cas. L'article L228-12 concernant l'émission et la conversion des actions de préférence précise : « *En aucun cas, ces opérations ne peuvent porter atteinte à l'égalité d'actionnaires se trouvant dans la même situation* ». L'article L225-204 concernant

la réduction de capital reprend quasiment les mêmes termes.

Si les textes ne mentionnent pas toujours cette interdiction, c'est parce que cela va de soi. L'égalité doit être respectée dans toutes les opérations portant sur le capital.

1. Le rachat par une société de ses propres actions

Les sociétés non cotées peuvent racheter leurs actions pour les offrir, ou pour rémunérer des apports par exemple.

Le rachat ne peut pas porter sur plus de 5 % ou 10 % du capital de la société, selon la destination des actions propres.

Si elles ne sont pas utilisées dans les délais fixés par la loi (maximum 5 ans selon la destination) elles sont annulées.

Concernant le prix de rachat, l'article L225-2092 du code de commerce indique :

« L'assemblée générale ordinaire statue au vu d'un rapport établi par un expert indépendant (...) et sur un rapport spécial des commissaires aux comptes de la société, (...) faisant connaître leur appréciation sur les conditions de fixation du prix d'acquisition.

Le prix des actions ne peut, à peine de nullité, être supérieur à la valeur la plus élevée ni inférieur à la valeur la moins élevée figurant dans le rapport d'évaluation de l'expert indépendant (...). »

On comprend aisément qu'une société ne puisse pas racheter des actions propres à un prix excessif car cela nuirait à ses intérêts. Mais pourquoi fixer un seuil ?

L'objectif n'est pas exprimé et il s'agit peut-être de prévenir un risque de contamination de la sous-évaluation car le prix de rachat constituerait une référence pour fixer ensuite la valeur de l'ensemble des actions. Ce seuil protège aussi les intérêts d'un actionnaire exclu contre son gré, contraint de céder ses titres à la société.

En revanche, en cas d'augmentation de capital, aucune fourchette n'est fixée pour le prix d'émission.

2. L'atteinte aux intérêts des actionnaires minoritaires lors de l'émission d'actions

Le risque de sous-évaluation du prix d'émission doit être envisagé en cas d'augmentation de capital avec ou sans suppression du droit préférentiel de souscription.

L'augmentation de capital peut être libérée par apport en nature. Dans ce cas, la sous-évaluation du prix d'émission engendre un avantage injustifié pour l'associé qui reçoit plus de titres qu'il ne le devrait en rémunération de ses apports.

Les autres associés minoritaires subissent une rupture d'égalité, qui se

traduit par une dilution excessive. Leur préjudice se détermine en comparant la valeur réelle de leur part avant et après l'opération litigieuse. Ce préjudice est analogue à celui qu'ils auraient subi en cas de surévaluation des apports.

En cas d'augmentation de capital en numéraire (ou par compensation de créances), la sous-évaluation du prix d'émission engendre aussi une dilution excessive des droits des associés qui n'ont pas souscrit.

Ce cas se rencontre quand un dirigeant et un associé décident une émission d'actions nouvelles à bas prix en sachant que les autres associés n'auront pas les moyens de suivre.

Le droit préférentiel de souscription a justement pour objectif de compenser la dilution des droits des associés qui ne souscrivent pas. Celui qui souscrit à leur place doit leur payer ce droit.

Mais se pose la question de l'évaluation du droit dans le silence des textes. La note d'information publiée par la CNCC indique d'ailleurs sans ambiguïté que le prix d'émission est librement fixé, à la seule condition évidemment de ne pas être inférieur à la valeur nominale.

L'organe compétent doit bien sûr présenter un rapport en assemblée pour informer l'associé de l'incidence de l'opération sur sa quote-part de capitaux propres.

Mais la valeur des droits d'un associé ne se détermine évidemment pas sur le montant des capitaux propres comptables. Dans le cas d'une société à la tête d'un groupe, l'incidence peut d'ailleurs être présentée sur la base de ses comptes annuels, en ignorant le montant des capitaux propres consolidés. C'est dire la pertinence de cette information.

L'associé minoritaire risque fort de se tromper dans sa décision s'il fait confiance au seul tableau d'incidence qu'on lui présente.

La suppression du droit préférentiel de souscription nécessite l'intervention d'un commissaire aux comptes et on pourrait penser dans ce cas que le danger est écarté.

Sa mission consiste justement à donner son avis d'une part sur le choix des éléments de calcul du prix d'émission et sur son montant définitif et d'autre part sur l'incidence de l'émission sur la situation des associés.

Pour l'incidence, le commissaire aux comptes vérifiera – en simplifiant – que le

tableau d'incidence est arithmétiquement juste.

Quant aux informations données sur les motifs de l'augmentation du capital et de la proposition de suppression du droit préférentiel de souscription, il doit vérifier qu'elles permettent à l'associé de se prononcer en connaissance de cause. Il doit apprécier la justification du choix des éléments de calcul pour la fixation du prix d'émission et son montant.

Mais dans les faits, son intervention a une portée limitée. Si le prix d'émission est une valeur de convenance, par exemple un prix fixé entre les fondateurs et un fonds d'investissements, le commissaire aux comptes se contentera d'indiquer que le choix des éléments de calcul n'est pas justifié et qu'il ne peut pas donner son avis.

L'associé minoritaire, livré à lui-même, devra se prononcer sur un prix d'émission librement fixé, dont il sait seulement qu'il est au moins égal à la valeur nominale de l'action, ce qui n'est pas vraiment de nature à le protéger.

Retrouvez toutes les Bonnes Feuilles publiées

