

AUDIT ET STRUCTURATION DES SOCIÉTÉS AUDIOVISUELLES

Le marché des fonds d'investissement (« *private equity* ») connaît un fort développement depuis plusieurs années. Les investissements réalisés par les fonds d'investissement dans les sociétés françaises ont atteint presque 20 milliards d'euros en 2019 alors qu'ils étaient proches de 5 milliards d'euros en 2000¹.

Plusieurs fonds d'investissement, qu'ils soient français, européens ou étrangers, ont montré un intérêt récurrent pour les sociétés du secteur audiovisuel.

De leur côté, les sociétés de production françaises et européennes peuvent souhaiter accueillir avec bienveillance les projets d'investissements étrangers leur permettant de développer des projets compétitifs et d'augmenter les budgets de production tout en demeurant attaché à préserver leur indépendance et leur éligibilité au système de soutien financier à la production existant en France et en Europe lequel participe au dynamisme du secteur. Toutefois les conséquences juridiques des diverses structurations introduisant des investisseurs hors UE doivent être analysées avec soin.

Face aux enjeux, la structuration des investissements étrangers dans des sociétés de production françaises et européennes nécessite de garder à l'esprit des concepts juridiques essentiels, et tout particulièrement les qualifications de producteur délégué et de producteur indépendant au sens du Code du cinéma et de l'image animée, la définition des œuvres cinématographiques et audiovisuelles françaises et européennes, ou encore la notion de contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce. La variété des types d'investissement et des sociétés de production susceptibles d'en bénéficier nécessite la mise en place de structures sur mesure et de pactes d'actionnaires préservant clairement le contrôle français et/ou européen de la production.

En dehors des situations d'investissement étrangers, les conditions d'investissement de ces acteurs du financement privé tendent à se standardiser et comprennent notamment une série de clauses devenues essentielles dans les pactes d'actionnaires.

➤ *La clause de liquidité préférentielle*

La clause de liquidité préférentielle vise à protéger les investisseurs en cas de mauvaises performances de la société dans laquelle ils ont investi au regard des perspectives ayant motivé cet investissement.

Cette clause permet d'affecter aux investisseurs une partie du prix de cession de la société plus importante que celle qu'ils auraient pu percevoir par le jeu d'une répartition au prorata du capital.

A ce titre, l'article L. 228-11 du Code de commerce permet à toute société par actions de créer, au moment de sa constitution de la société ou au cours de son existence, des actions de préférence assorties de droits particuliers de toute nature.

¹ France Invest – Activité du non coté en France, 2021, 34^{ème} édition.

L'investisseur prenant un risque en investissant dans une société en devenir souhaite donc être remboursé par priorité par rapport aux fondateurs et autres associés en cas de survenance d'un évènement de liquidité (vente, apport ou même IPO).

En pratique, ce droit de priorité s'exerce sur toute forme de versement effectué par la société comme des dividendes, un boni de liquidation ou, surtout, le prix de revente des titres de capital de la société.

Toutefois, ces clauses sont soumises à l'interdiction des clauses léonines visée à l'article 1844-1 du Code civil. Ainsi, la clause de liquidation préférentielle ne peut pas prévoir d'octroyer la totalité du profit à certains associés seulement.

➤ *Les clauses de gouvernance*

Les clauses de gouvernance revêtent une importance certaine puisque ce sont majoritairement celles qui engagent le plus de débat entre fondateurs et investisseurs. Le fond d'investissement apporte des fonds pour permettre le développement de la société audiovisuelle mais il entend également apporter plus que de l'argent et entend peser sur les décisions de gestion de la société. Si l'apport de fonds est précisément ce qui est recherché par le fondateur, le partage du pouvoir social est certainement aussi ce qui est le plus redouté.

Les clauses liées à la gouvernance vont donc organiser notamment ce qui concerne les décisions dites importantes de la société. Ces décisions importantes sont celles qui engagent le plus la société c'est-à-dire non seulement des décisions structurelles comme par exemple les décisions relatives à un projet de fusion, de scission, d'apport partiel d'actifs, de transformation de la forme juridique de la société, de dissolution et/ou de liquidation mais également des décisions plus directement opérationnelles comme l'approbation du budget annuel, un projet de financement, l'embauche d'un salarié clef ou même la décision de produire tel ou tel projet audiovisuel.

La société peut décider de créer un organe collectif d'administration ou de contrôle afin de décider des orientations à prendre quant aux décisions importantes. L'investisseur va souvent demander un droit de veto sur tout ou partie de ces décisions dites importantes. Le pacte d'actionnaires doit alors prévoir la procédure de consultation ainsi que les modalités de vote des décisions.

Il prévoit également la constitution de cet organe, les sièges pouvant être répartis entre les groupes d'associés, notamment les fondateurs et les investisseurs, selon un ratio qui sera déterminé pour créer un certain équilibre des pouvoirs selon le rapport de force existant au sein du capital de la société.

➤ *Les clauses de cession*

La logique même d'un investissement en capital suppose de prévoir la cession de la participation ainsi créée. En effet, l'activité économique d'un fond d'investissement consiste à recevoir de l'argent d'investisseurs (les « LPs » ou *Limited Partners*) et à prévoir les conditions dans lesquelles l'équipe du fonds d'investissement mettra tout en œuvre pour leur rendre cet investissement, majoré de toute la valeur créée, au terme d'une durée convenue (8 à 12 ans en moyenne). Les fondateurs accueillant un fond d'investissement au sein de leur capital doivent donc savoir que l'investisseur devra nécessairement vendre cette participation au terme d'une durée moyenne de 6 à 8 ans.

Le pacte d'associés aura donc pour objet notamment de prévoir et d'encadrer les conditions de la liquidité de cette participation.

▪ *La clause d'agrément*

Par cette clause, l'associé souhaitant vendre ses actions devra, avant de procéder à la vente, demander au préalable l'agrément de l'assemblée générale de la société ou de tout autre organe social compétent.

Cette clause revêt une certaine utilité pour contrôler et stabiliser l'actionnariat.

Selon l'article L. 228-23 du Code de commerce, cette clause peut être introduite dans les pactes d'actionnaires dès lors que les titres sont nominatifs et ne sont cotés en bourse.

Cette clause doit prévoir l'organe social compétent pour donner l'agrément, la procédure à suivre pour informer de la vente des actions ainsi que les conséquences en cas de refus d'agrément.

▪ *La clause de préemption*

La clause de préemption se rapproche de la clause d'agrément sur bien des points, elle impose à l'associé qui souhaite vendre ses actions de prévenir les autres associés de cette intention. Ces derniers bénéficient alors d'un droit de priorité sur la cession des actions.

La clause de préemption permet donc de contrôler l'entrée de nouveaux actionnaires dans une société.

Si les associés de la société décident de ne pas racheter les actions de l'associé vendeur, la cession sera ouverte aux tiers.

La clause de préemption prévoit entre autre, les modalités d'information des associés ainsi que le délai qui leur est accordé pour se prononcer sur l'offre de cession des titres.

- *La clause de droit de sortie conjointe (« tag along »)*

Cette clause permet aux associés d'une société, en cas de cessions d'action à un tiers, de vendre également leurs actions aux mêmes conditions que l'actionnaire cédant.

La clause de droit de sortie conjointe peut être proportionnelle. Cela signifie que les associés ne peuvent pas vendre la totalité de leurs actions mais seulement une partie correspondant au nombre d'actions vendues par l'associé cédant. Elle peut aussi être totale, les associés pouvant alors vendre la totalité de leurs actions s'ils le souhaitent, même si l'associé cédant ne cède qu'une partie de ses actions.

La clause de droit de sortie conjointe doit prévoir les modalités d'information de la cession aux associés, le délai de réponse accordé aux associés pour manifester leur volonté de céder, ainsi que les conséquences de leur acceptation ou de leur refus.

Cette clause permet donc aux associés minoritaires en cas de changement de contrôle de la société, de quitter la société afin de ne pas être associé avec une personne qu'ils n'ont pas choisie.

- *La clause d'obligation de sortie conjointe (« drag-along »)*

Cette clause est aussi appelée clause d'obligation de sortie conjointe. Cette clause met en place une cession forcée des actions en ce que les associés minoritaires seront obligés de céder leurs actions en cas de rachat à 100% du capital de la société.

La clause d'obligation de sortie conjointe permet donc d'éviter d'entrer dans une situation de blocage si les associés minoritaires s'opposent au rachat de la société.

La clause d'obligation de sortie conjointe doit contenir, entre autre, l'identité des associés devant céder leurs actions en cas de rachat de la société, la procédure d'information de l'offre de rachat aux associés et les modalités de la cession envisagée.

La clause d'obligation de sortie conjointe créant un déséquilibre pour les minoritaires et profitant aux associés majoritaires, elle est souvent combinée à la clause de *tag along* susmentionnée.

- *La clause de « good et bad leaver »*

L'investissement réalisé par le fond d'investissement est un investissement financier en capital mais c'est aussi un investissement humain, un « pari » sur une équipe de direction. Le critère primordial d'un investissement est sans doute une analyse technique des

fondamentaux de la société dans laquelle le fond va investir mais l'étude des qualités du management est également un point obligé de passage lors d'un comité d'investissement qui va approuver cet investissement.

De ce point de vue, les clauses dites de *good et bad leaver* sont des clauses prévoyant le transfert et le rachat des actions des associés qui décideraient de quitter leur poste au sein de l'équipe de direction couplés d'un mécanisme de sanction ou de récompenses selon les situations.

La clause de *bad leaver* permet de maintenir les associés exerçant une fonction opérationnelle dans la société pendant une certaine durée minimum. Si un ou plusieurs de ces associés décident de quitter leurs fonctions de direction avant la date de départ prévue par la clause, ils sont considérés comme des « mauvais partant » et leurs titres de capital devront faire l'objet d'une acquisition rachetées par les autres associés à un prix défavorable. Cette clause est souvent déclenchée en cas de licenciement pour faute grave, faute lourde, ou en cas de démission.

La clause de *good leaver* permet de récompenser les associés ayant accompli les objectifs fixés dans la clause, c'est-à-dire ceux étant restés au capital au moins toute la durée mentionnée dans la clause. Les associés qui voudront partir après l'écoulement de la durée prévue dans la clause pourront céder leurs actions à un prix avantageux.

Les clauses de *good leaver* et *bad leaver* devront mentionner les causes de départ, la durée d'application et le prix de rachat des actions.

Au final, la typologie des différentes clauses de pacte est relativement connue mais le véritable travail des associés et de leurs conseils est de savoir les modifier pour réaliser un travail sur mesure qui soit pleinement adapté aux parties prenantes du projet.

ooOoo