

COMMISSION DE DEONTOLOGIE

FICHE DE JURISPRUDENCE

LES DECISIONS DE LA COMMISSION DE DEONTOLOGIE

Décembre 2023

I. Résumé des faits

Un membre de France Invest **A** (le **Mis-en-Cause**), gérant un FPCI **B** détenant la majorité du capital d'une société **S** a actionné la clause de droit d'entraînement (« *drag-along* ») stipulée dans deux pactes d'actionnaires conclus avec les actionnaires minoritaires de cette société. Dans la notification adressée à ces actionnaires, il a justifié cette mise en œuvre en faisant valoir qu'il avait reçu une offre d'acquisition sur 100% des titres de la société de la part d'un « Tiers » au sens des Pactes, un autre FPCI, **C**, « doté par un ou plusieurs fonds représentés et gérés par leur société de gestion **D**, ...avec capacité de substitution à tout véhicule (fonds) désigné par **D** ». Postérieurement à cette notification, mais avant la date de conclusion de la cession, le fonds **C** présenté comme cessionnaire dans la notification de la mise en œuvre des clauses d'entraînement a conclu un accord de co-investissement avec un autre fonds **E**. Le jour de la conclusion de la cession des titres, le fonds majoritaire **B**, géré par le **Mis-en-Cause**, a cédé la totalité de sa participation au fonds **C**, tandis que les titres détenus par les actionnaires minoritaires étaient cédés au fonds **E**.

Plus d'un an après ces cessions, certains des actionnaires minoritaires qui avaient cédé leurs titres en exécution de la clause d'entraînement ont saisi le tribunal de commerce d'une plainte à l'encontre du **Mis-en-Cause**, afin d'obtenir le paiement d'indemnités du fait de son comportement, qualifié de « dolosif », les plaignants faisant valoir que la société **D** n'avait pas fait d'offre et que les cessionnaires n'étaient pas des tiers par rapport au fonds **B** géré par le **Mis-en-Cause**, puisque les fonds **C** et **E** étaient tous deux gérés par le **Mis-en-Cause**.

La Commission de déontologie a ensuite été elle-même saisie par une partie de ces mêmes actionnaires minoritaires, qui ont soutenu que le **Mis-en-Cause** avait violé ses obligations déontologiques en tant que membre de France Invest, plus particulièrement son devoir de loyauté et de transparence à l'égard des actionnaires minoritaires, qui étaient ses partenaires au capital de la société dont les titres avaient été cédés en application des clauses d'entraînement. Ils ont fait valoir que le **Mis-en-Cause** aurait dissimulé le fait que **D** n'avait jamais fait d'offre d'acquisition et

que le fonds **C**, présenté comme cessionnaire des titres cédés en application de la clause d'entraînement du Pacte était géré par le Mis-en-Cause, comme le fonds **E**, et qu'ils n'étaient donc pas un « Tiers » au sens du Pacte. Selon eux, l'opération avait pour seul objet « d'exproprier les actionnaires minoritaires en arguant d'une offre d'un Tiers qui n'existait pas et ce au profit de deux autres fonds gérés par » **A**.

Le **Mis-en-Cause** a répondu que :

- Les Principes déontologiques de France Invest ont vocation à protéger les investisseurs qui souscrivent les fonds gérés par les membres de France Invest et, si ceux-ci doivent agir de façon loyale en tant que représentant des fonds, ils ne sont pas responsables des relations avec les autres actionnaires des sociétés dans lesquelles les fonds investissent, ces relations relevant de la responsabilité des dirigeants de la société en cause ;
- Le projet de cession du capital de la société **S** s'est déroulé de façon transparente, diligente et compétente depuis le début du processus ; le directeur général de **S** a été impliqué dans la structuration de l'opération, laquelle était discutée au sein d'un comité de suivi dont il faisait partie avec le président de la société, le **Mis-en-Cause**, un autre membre de France Invest, dont un fonds était actionnaire minoritaire, et le représentant d'un *family office*, également actionnaire minoritaire ; faute de pouvoir céder le capital de **S** par une enchère concurrentielle en raison du défaut d'attractivité de la société, le **Mis-en-Cause** s'est résolu à faire une opération dite « *GP led secondary* », c'est à dire un rachat non par de nouveaux actionnaires en direct, mais par l'intermédiaire d'un fonds de fonds ; le directeur général de **S** était informé du fait que la cession se ferait soit à un fonds doté par **D**, géré par le **Mis-en-Cause**, soit à ce fonds et à un autre fonds géré par le **Mis-en-Cause** et il était, en tant que fondateur de la société et son directeur général, chargé d'en informer les autres actionnaires minoritaires historiques entrés au capital avec lui ;
- Les procédures prévues dans les règlements des différents fonds gérés par **A** ont été respectées, les comités consultatifs ayant émis des avis favorables à l'unanimité ;
- À la date de l'envoi de la lettre recommandée du 9 juillet 2021, les modalités de l'opération n'étaient pas encore définitivement décidées, ce qui expliquait la formulation retenue, selon laquelle le fonds cessionnaire était « doté » par **D**, qui pouvait désigner tout autre fonds, ce qu'elle a fait en substituant pour partie à **C** le fonds **E** ;
- Les deux fonds sont bien des tiers par rapport au fonds **B** initialement actionnaire et la clause d'entraînement prévoyait bien l'hypothèse où l'offre d'acquisition serait faite par plusieurs personnes et non une seule ;
- le **Mis-en-Cause** n'a nullement cherché à « exproprier » les actionnaires minoritaires en actionnant la clause d'entraînement mais à optimiser les conditions de sortie de tous les actionnaires de **S** ; ceci est confirmé par la circonstance que les autres actionnaires minoritaires, en particulier le fonds représenté par un autre membre de France Invest, ont estimé la cession avait été faite à des conditions financières satisfaisantes ; en outre, alors qu'aucune obligation ne s'imposait, il a été offert aux actionnaires minoritaires de réinvestir aux côtés des fonds acquéreurs.

II. Décision

La Commission a tout d'abord rapport rappelé que, conformément à sa jurisprudence constante, il ne lui appartenait pas de se prononcer sur le point de savoir si l'offre d'acquisition reçue par le **Mis-en-Cause**, en tant que représentant du fonds **B**, entrait bien dans les prévisions de la clause d'entraînement (« *drag along* ») des deux pactes d'actionnaire et si les cessionnaires étaient bien des Tiers au sens de ces pactes, questions qui relèvent de la compétence des tribunaux judiciaires.

Elle a ensuite précisé qu'il découle des principes énoncés par les articles 2 et 5 du Code de déontologie que les membres de France Invest doivent agir avec transparence et loyauté, non seulement à l'égard des investisseurs des fonds qu'ils gèrent, mais aussi des entreprises partenaires et des autres associés des sociétés dans lesquelles les fonds qu'ils gèrent ont investi.

La Commission a relevé que le projet de cession de la majorité du capital de **S** par le fonds **B** avait été discuté au sein du comité de suivi mis en place et que le projet d'une cession de type « *GP led secondary* » y avait été présenté. Il résultait clairement d'un mail adressé aux dirigeants du **Mis-en-Cause** et au président de **S** par le directeur général de cette société que celui-ci avait compris que la cession pourrait impliquer un ou deux fonds, gérés par le **Mis-en-Cause**, le choix entre ces deux solutions étant encore ouvert à la date de ce mail, quelques jours avant la notification aux actionnaires minoritaires de la mise en œuvre de la clause d'entraînement par **A**. Cette notification faisait état d'une offre d'acquisition à 100% et présentait le cessionnaire comme étant le FPCI **B**, « doté par un ou plusieurs fonds représentés et gérés » par **D**, « avec faculté de substitution à tout véhicule désigné par » **D**, sans faire état de la circonstance que le fonds cessionnaire était géré par le **Mis-en-Cause**, comme le fonds cédant. En définitive, la totalité du capital de **S** a bien été cédée au terme des actes conclus en exécution de la notification de la mise en œuvre de la clause d'entraînement, les titres détenus par le fonds **B** étant cédés au fonds **E**, qui devenait ainsi majoritaire, tandis que les titres détenus par les actionnaires minoritaires historiques étaient cédés au fonds **C**. Aucun document écrit n'avait été adressé aux actionnaires minoritaires pour leur expliquer la structure de la transaction finalement choisie et le fait que les fonds **C** et **E** étaient gérés par **A** et les **Initiateurs** affirmaient n'en avoir jamais été informés et l'avoir découvert a posteriori.

Pour sa défense, le **Mis-en-Cause** a fait valoir qu'il appartenait au fondateur et directeur général de la société **S** d'informer les minoritaires parties aux Pactes d'actionnaires, membres de son cercle de famille et d'amis, entrés au capital avec lui, de la structure finalement choisie pour l'opération et de l'offre de réinvestissement au capital aux mêmes conditions que les nouveaux fonds investisseurs qui lui avait été communiquée.

La Commission a estimé que la lettre notifiant la mise en œuvre de la clause d'entraînement n'était pas trompeuse, puisque le **Mis-en-Cause** avait bien reçu une offre portant sur 100% des titres de **S** pour le compte du FPCI **C**, doté par des fonds de fonds gérés par **D**, même s'il n'a pas précisé que ce fonds était géré par lui. **D** a, par la suite, convenu avec le **Mis-en-Cause**, que le fonds **E**, également géré par le **Mis-en-Cause**, serait substitué partiellement à **C** comme autre cessionnaire, en exécution de l'accord de co-investissement conclu le 23 juillet entre les fonds **C** et **E**. Si la lettre

de notification ne décrivait pas complètement la structure d'acquisition choisie, qui n'était pas encore définie à cette date, le **Mis-en-Cause** avait informé les membres du comité de suivi comprenant les principaux actionnaires minoritaires, y compris le directeur général et fondateur de la société et avait offert à ce dernier de permettre aux actionnaires minoritaires historiques membres de son groupe familial et amical de réinvestir aux mêmes conditions que les nouveaux investisseurs. Ce dernier avait remercié le **Mis-en-Cause** pour cette offre, se comportant ainsi comme le porte-parole des membres de son cercle familial et amical. La Commission a considéré en conséquence que le **Mis-en-Cause** pouvait légitimement estimer qu'il informerait les autres actionnaires minoritaires historiques de la structure de la transaction et de l'offre de réinvestissement et qu'il n'avait pas manqué à son devoir de loyauté à l'égard des Initiateurs.

La Commission a cependant souligné qu'une clause d'entraînement (« *drag along* ») impose aux actionnaires minoritaires de la société de céder leurs titres aux conditions fixées par l'offre acceptée par ce membre au nom du fonds majoritaire, sans pouvoir s'y soustraire. Dans un tel cas, l'obligation de transparence résultant des articles 2 et 5 du Code de déontologie à l'égard de ces actionnaires impose que le membre de France Invest gestionnaire du fonds informe par écrit et sans équivoque l'ensemble des actionnaires concernés sur l'identité du ou des cessionnaires ; les cessionnaires étant eux-mêmes des fonds, agissant au cas particulier en co-investissement, l'information aurait dû inclure l'identité de la société de gestion qui représente et gère le ou les fonds cessionnaires. Si la structure de la transaction n'était pas complètement arrêtée lors de l'envoi de la lettre de mise en œuvre de la clause d'entraînement, et ne pouvait donc être communiquée dans cette lettre, le **Mis-en-Cause** aurait dû informer par écrit l'ensemble des actionnaires minoritaires de cette structure et de l'identité des fonds cessionnaires et de la société de gestion qui les gérait dès que ces informations étaient disponibles et avant la conclusion des cessions.

En conséquence, la Commission a prononcé à l'égard du **Mis-en-Cause** un rappel à l'ordre pour ce manquement aux Principes déontologiques de France Invest, en application de l'article XIII.1 des Statuts de France Invest dans sa rédaction adoptée par l'assemblée générale de 2023. Il est rappelé qu'il résulte de ces dispositions qu'un rappel à l'ordre ne constitue pas une sanction.