

***SCHEIBEL Audrey***

***UNIVERSITE PARIS II  
PANTHEON – ASSAS***

***LES ACTIONS DE PREFERENCE:***

***ETUDE DES PROPOSITIONS DU MEDEF  
POUR UNE MODERNISATION DU DROIT  
DES VALEURS MOBILIERES***

***Sous la direction de M. le Professeur GERMAIN***

***Magistère de Juriste d'Affaires – DESS – DJCE***

***Juin 2002***

## **SOMMAIRE**

---

***Introduction.....p. 4***

**PARTIE I. La nécessité d'une modernisation: l'inadaptation du droit des valeurs mobilières actuel.....p. 8**

**I. L'éclatement des catégories d'actions et la désaffection croissante des entreprises pour leur utilisation.....p. 8**

A. Les actions de priorité.....p. 10

1. Création des actions de priorité.....p. 10  
a. *La procédure des avantages particuliers.*  
b. *La tenue d'une assemblée spéciale.*

2. Privilèges attachés aux actions de priorité.....p. 15  
a. *Les avantages pécuniaires.*  
b. *Les avantages non pécuniaires.*

3. Fonctionnement des actions de priorité.....p. 19

4. Suppression des droits attachés aux actions de priorité.....p. 19  
a. *Le rachat par la société émettrice.*  
b. *La conversion en actions ordinaires.*

B. Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote.....p. 22

1. Création des ADP.....p. 22

2. Droits attachés aux ADP.....p. 24  
a. *Les droits pécuniaires.*  
b. *La contrepartie : la suppression du droit de vote.*

3. Fonctionnement des ADP.....p. 25

4. Suppression des ADP.....p. 26  
a. *Le rachat par la société émettrice.*  
b. *La conversion en actions ordinaires.*

C. Les autres catégories.....	p. 28
1. Les certificats d'investissement.....	p. 28
2. Les titres participatifs.....	p. 30
<b>II. L'attraction grandissante des modèles américains.....</b>	<b>p. 31</b>
A. L'introduction en France des actions traçantes.....	p. 31
1. Un instrument inspiré du modèle américain des <i>tracking stocks</i> .....	p. 31
a. <i>Les caractéristiques des tracking stocks.</i>	
b. <i>Les objectifs des émetteurs.</i>	
2. La version française des actions traçantes : une réussite en demi-teinte.....	p. 33
B. L'influence des <i>preferred shares</i> .....	p. 34
1. Présentation du système américain.....	p. 34
2. Comparaison avec le système français.....	p. 35

**PARTIE II. Les propositions de modernisation: la création d'une nouvelle catégorie d'actions, les actions de préférence.....** p. 37

<b>I. La principale caractéristique des actions de préférence: la recherche de la souplesse.....</b>	<b>p. 40</b>
A. La souplesse dans le contenu.....	p. 40
1. Un vaste panel d'avantages.....	p. 42
a. <i>Les droits pécuniaires.</i>	
b. <i>Les droits non pécuniaires.</i>	
2. Les possibles modulations du droit de vote.....	p. 44
B. La souplesse dans la gestion.....	p. 46
1. Des titres rachetables ou convertibles en autres titres.....	p. 47
2. Des titres convertibles ou transformables en valeurs mobilières représentatives de créances.....	p. 51
3. Des titres pouvant faire l'objet d'un retrait forcé.....	p. 52

**II. Le régime des actions de préférence: un partage entre liberté et protection.....p. 55**

A. La liberté dans la création.....p. 55

1. Un contexte de création très souple mais où demeurent des incertitudes.....p. 55
2. Une procédure de création en partie plus claire.....p. 60

B. La protection corrélative des porteurs.....p. 61

1. Un préalable nécessaire : l'assemblée spéciale.....p. 61
2. La protection des porteurs dans la vie courante de la société.....p. 62
3. La protection des porteurs lors de la survenance d'un événement exceptionnel.....p. 63

***Conclusion*.....p. 66**

***Bibliographie*.....p. 67**

***Annexe*** : tableau comparatif des catégories d'actions supprimées et de la nouvelle catégorie des actions de préférence.....p. 69

## **INTRODUCTION.**

---

**P** *réésentation générale du sujet.* Le MEDEF plaide depuis longtemps en faveur d'une modernisation du droit français des valeurs mobilières pour s'adapter aux besoins du marché et faire face à la concurrence étrangère. Dans cette optique, il a proposé, en Mai 2001, de créer une nouvelle catégorie de titres – **les actions de préférence** – qui constituerait un intermédiaire entre les actions et les obligations. Les actions de préférence se substitueraient pour l'avenir aux quatre catégories d'actions existantes (actions de priorité, actions à dividende prioritaire, certificats d'investissement et titres participatifs). Trois catégories existeraient alors : les actions, les obligations et les actions de préférence.

Notre objet est ici d'étudier cette proposition. Une telle étude soulève deux grandes questions :

### □ **Pourquoi une nouvelle catégorie d'actions ?**

Le droit français permet déjà actuellement à une société d'émettre plusieurs catégories d'actions. S'il est proposé de supprimer aujourd'hui ces différentes catégories, c'est que celles-ci ne répondent plus aux besoins des émetteurs. Il faut donc, au préalable, dresser un rapide panorama de ces catégories afin de mettre en lumière les incertitudes, les rigidités et les limites que leurs régimes comportent. On parvient alors à un constat paradoxal : malgré la pléthore de produits mis en place au fil des réformes législatives successives, les émetteurs se plaignent du manque de liberté qui leur est laissé et des carcans législatifs qui leur sont imposés.

Il est intéressant de mettre en parallèle cette désaffection croissante des entreprises pour l'utilisation des instruments du droit français avec l'attraction qu'exercent les modèles américains sur les émetteurs. En effet, d'une part, nombreux sont les émetteurs qui n'hésitent plus à recourir au marché boursier américain – malgré les contraintes que cela occasionne – pour avoir accès aux produits que le droit américain met à leur disposition. D'autre part, de plus en plus d'émetteurs utilisent les catégories d'actions du droit français pour introduire en France des instruments largement inspirés des modèles américains (tels les actions traçantes, version française des *tracking stocks*). Mais ces pratiques se révèlent parfois moins intéressantes qu'il n'y paraissait au premier abord, et leur « fragilité » juridique n'incite pas particulièrement les grandes entreprises à y avoir recours.

Néanmoins, si une adaptation « sauvage » des modèles américains n'est pas à long terme souhaitable, certains instruments financiers d'outre-atlantique peuvent influencer les évolutions de notre droit. Le MEDEF l'a bien compris puisque son projet de création des actions de préférence s'inspire largement de la catégorie des

*preferred shares* américaines. Une étude sommaire du système américain est donc nécessaire à la compréhension des propositions du MEDEF.

### □ **Quel est le régime de cette nouvelle catégorie ?**

Une fois les carences du droit positif mises en exergue, l'étude détaillée du projet du MEDEF peut être abordée pour voir dans quelle mesure il apporte une réponse aux problèmes précédemment évoqués. Dans ce cadre, il faudra bien sûr envisager le contenu même des actions de préférence qu'il est proposé de créer – c'est-à-dire les avantages qu'elles sont susceptibles de conférer à leurs porteurs et la protection dont bénéficient ces derniers vis-à-vis de la société – mais également les aspects des modes de création et de suppression de ces actions.

Le MEDEF souligne ainsi que cette réforme tente d'allier souplesse et protection. Souplesse dans la création, la gestion et les types d'avantages procurés par les actions de préférence. La réforme repose donc sur la liberté contractuelle et permettrait de doter les entreprises françaises d'instruments comparables à ceux de leurs concurrents étrangers, tout en leur laissant une grande liberté de gestion. Protection corrélative des différents protagonistes, associée à une indispensable transparence, afin de faire des actions de préférence un produit à la fois attractif et dans lequel émetteurs et porteurs acceptent de placer leur confiance.

L'intérêt de cette étude est donc double. D'une part, il s'agit de voir comment un instrument de droit anglo-américain peut inspirer la réforme d'un droit d'aspiration romano-germanique. D'autre part, il est intéressant d'analyser si le régime mis en place répond aux incertitudes que connaissent les catégories d'actions actuelles. On peut ainsi constater que les actions de préférence sont au moins autant une adaptation des *preferred shares* qu'un « melting pot » des catégories d'actions existantes dans notre propre droit. Encore faut-il qu'en fusionnant leurs caractéristiques le projet n'est pas, dans le même temps, fusionner leurs problèmes. A cet égard, un tableau comparatif des régimes des différentes catégories existantes avec la nouvelle catégorie des actions de préférence permettra de mesurer l'ampleur des modifications apportées<sup>1</sup>.

***Evolution du droit français des valeurs mobilières.*** Comme le souligne le MEDEF en introduction du rapport qui accompagne son projet, la globalisation des marchés de capitaux, l'internationalisation des échanges et le rapprochement des places boursières accentuent la concurrence entre les sociétés. Dans ce contexte, le rôle des systèmes juridiques est de plus en plus important. C'est souvent au regard des possibilités qu'il offre que les sociétés choisissent de se soumettre à tel ou tel droit.

A ce jour, deux grands modèles juridiques s'affrontent. D'un côté, le modèle romano-germanique, auquel appartient le droit français, est basé sur de nombreux

---

<sup>1</sup> Voir en Annexe.

textes impératifs. D'un autre côté, le modèle anglo-américain, trouve principalement sa source dans la jurisprudence et la pratique. En droit des affaires, le modèle anglo-américain offre de grands avantages. En matière boursière, les émetteurs et les investisseurs sont toujours à la recherche de nouveaux produits, dont les caractéristiques correspondront le mieux à leurs attentes. La pratique crée sans cesse de nouveaux instruments. La liberté offerte par le système juridique anglo-américain le rend plus attractif que le carcan du système de droit romano-germanique. C'est pourquoi ce dernier doit constamment s'adapter aux nouveautés pour rester concurrentiel. C'est le cas du droit français.

Le droit français a du très vite s'éloigner de la division classique qu'il faisait entre les actions (titres de capital), d'une part, et les obligations (titres de dette), d'autre part. De nombreuses réformes se sont ainsi succédées<sup>1</sup>. Certaines d'entre elles ont mis en place des titres hybrides, encore appelés titres complexes, dont la nature – titre de capital ou titre de dette – change dans le temps, l'obligation ouvrant droit à terme à une action. Ont ainsi vu le jour les obligations convertibles, échangeables ou remboursables en actions, et les obligations avec bon de souscription d'actions. Ces titres permettent à la société de trouver des moyens de financement auprès d'investisseurs qui deviendront actionnaires de manière différée. D'autres réformes ont répondu à la nécessité de dissocier le pouvoir de direction et la détention du capital dans une société, notamment dans le cadre d'un recours à des investisseurs en capital-risque. Elles ont ainsi donné aux sociétés la possibilité d'émettre des actions conférant des droits variables à leurs propriétaires selon leur catégorie. A côté des traditionnelles actions de priorité sont apparues les actions à dividende prioritaire sans droit de vote, les certificats d'investissement, et, pour les sociétés du secteur public, les titres participatifs.

Mais les textes législatifs se révèlent insuffisants. C'est pourquoi il semble urgent pour le MEDEF de moderniser le droit français des valeurs mobilières. Ainsi, après avoir proposé une réforme des titres hybrides en 1993, il s'intéresse aujourd'hui à l'évolution future des catégories d'actions.

***Le rôle du MEDEF dans l'évolution du droit français.*** Le Mouvement des Entreprises de France (MEDEF) a été créé le 27 octobre 1998. Il a succédé au Conseil National du Patronat Français (CNPF), qui avait vu le jour le 12 juin 1946. Il représente aujourd'hui plus d'un million d'entreprises de toutes tailles et de tous secteurs d'activité. La mission qu'il s'est assigné est de « conduire toutes études et actions en faveur du bien commun des entreprises ». Pour cela, il définit et fait connaître le point de vue des entrepreneurs sur les sujets concernant directement ou indirectement les entreprises, afin qu'elles bénéficient d'un environnement législatif et réglementaire favorable. C'est dans le cadre de cette mission que le MEDEF présente régulièrement des propositions de réforme du droit, élaborées par ses 10 groupes de propositions et d'actions. Ces projets

---

<sup>1</sup> Ce sont ainsi pas moins de 6 lois qui ont été adoptées depuis 1966: *loi n° 69-12 du 6 janvier 1969, loi n° 73-1196 du 27 décembre 1973, loi n° 83-1 du 3 janvier 1983, loi n° 85-1321 du 5 janvier 1988, loi n° 94-769 du 8 août 1994, loi n° 95-96 du 1<sup>er</sup> février 1996.*

inspirent souvent les modifications législatives ultérieures. Parmi les grandes propositions, on peut ainsi citer celle, évoquée plus haut, de « *La modernisation du régime des émissions des titres de capital* », publiée en 1993, dont le contenu a été pour parti repris par le législateur en 1994 et en 1995 et devrait l'être prochainement pour la deuxième partie avec l'adoption du projet de loi portant diverses dispositions d'ordre économique et financier (DDOEF)<sup>1</sup>.

Les propositions du MEDEF quant à la création des actions de préférence s'inscrivent donc dans la droite ligne des aspirations du groupement : fournir aux entreprises un cadre législatif plus souple et mieux adapter à la vie économique actuelle.

---

<sup>1</sup> Ce projet DDOEF a été adopté en deuxième lecture par le Sénat le 10 octobre 2001. Il comporte dans sa troisième partie – *Mesures tendant à améliorer la compétitivité de l'économie* un chapitre II concernant la réforme des valeurs mobilières (*article 29* du projet). Pour plus de détails, voir la deuxième partie de cette étude.



## **PARTIE I. LA NECESSITE D'UNE MODERNISATION : L'INADAPTATION DU DROIT DES VALEURS MOBILIERES ACTUEL.**

---

L'inadaptation du droit positif se perçoit autant aux travers de la désaffection croissante des entreprises pour les catégories d'actions existantes (I) que par l'attraction grandissante que représentent les modèles américains (II).

### **I. L'éclatement des catégories d'actions et la désaffection croissante des entreprises pour leur utilisation.**

**Définition des actions.** Le mot « action » comporte deux sens. D'une part, c'est le *droit de l'associé* dans une société anonyme ou en commandite par actions lui permettant de participer aux assemblées et de se voir attribuer une fraction des bénéfices et du boni de liquidation. D'autre part, c'est le *titre négociable* qui constate ce droit, c'est-à-dire, depuis l'entrée en vigueur des dispositions relatives à la dématérialisation des valeurs mobilières<sup>1</sup>, l'inscription dans un compte ouvert au nom de son titulaire, soit chez la société émettrice (actions nominatives), soit chez un intermédiaire financier habilité (actions au porteur). Ce titre se transmet aujourd'hui par simple virement de compte à compte.

**Sociétés pouvant émettre des actions.** Selon *l'article 1841 du Code civil*, « il est interdit aux sociétés n'y ayant pas été autorisées par la loi de faire publiquement appel à l'épargne ou d'émettre des titres négociables, à peine de nullité des contrats conclus ou des titres émis ». Ainsi, seules les sociétés anonymes, les sociétés en commandite par actions et les sociétés par actions simplifiées peuvent émettre des actions. Les autres formes de société ne peuvent pas, en effet, créer des titres négociables. Or, la négociabilité est une caractéristique fondamentale de l'action.

**Droits attachés aux actions ordinaires.** Traditionnellement, les actions ordinaires confèrent à leurs titulaires un certain nombre de droits :

- **Des droits non pécuniaires.** Ce sont les droits politiques de l'actionnaire. Le droit le plus important est celui de participer aux assemblées générales, et d'y voter. Son corollaire est le droit à l'information car le droit de suffrage exige que celui qui l'exprime soit pleinement éclairé<sup>2</sup>. Tout actionnaire dispose ainsi du droit de se faire communiquer différents documents sur la gestion des affaires sociales et sur la vie sociale en général d'une part, et du droit de poser aux dirigeants des questions écrites auxquelles il sera répondu lors de l'assemblée générale d'autre part.

---

<sup>1</sup> *Loi de finance du 30 décembre 1981 et Décret du 2 mai 1983*. La « bascule » effective des titres dans le nouveau régime est intervenu le 3 novembre 1984.

<sup>2</sup> M. COZIAN – A. VIANDIER – F. DEBOISSY, *Droit des sociétés*, Litec, 14<sup>ème</sup> éd., n° 821.

- *Des droits pécuniaires.* Ce sont les droits financiers de l'actionnaire. Celui-ci a droit à une quote-part des bénéfices distribués chaque année, des réserves (qui représentent la masse des bénéfices non distribués) et du boni de liquidation (dernier dividende calculé au moment de la dissolution de la société). La répartition des bénéfices s'effectue conformément aux statuts. Parfois, ceux-ci prévoient un premier dividende – également appelé « dividende statutaire » – versé aux actions à concurrence de leur montant nominal non amorti et un « superdividende » auquel ont droit tous les actionnaires. Chaque actionnaire dispose également d'un droit préférentiel de souscription, notamment lors de toute augmentation de capital à libérer en numéraire ou lors de l'émission de titres hybrides (OBSA, OCA ou OEA).
- *Le droit d'aliéner les actions.* L'actionnaire peut céder ses actions à tout moment, soit à titre onéreux, soit à titre gratuit.

***Existence de différentes catégories d'actions.*** En principe, les droits attachés à chaque action sont égaux. En réalité, cette règle ne vaut que pour les actions de même catégorie<sup>1</sup>. Les actions ordinaires ne constituent qu'une catégorie d'actions parmi d'autres. Le législateur n'ayant pas donné de définition de la notion de « catégorie » d'actions, on s'accorde à reconnaître que ce terme désigne l'ensemble des titres jouissant des mêmes droits et comportant pour leurs titulaires des obligations semblables<sup>2</sup>. Le terme de « catégorie » d'action apparaît à ***l'article 225-99 du Code de commerce***<sup>3</sup>. Il en ressort que des actions ne peuvent former une catégorie que si elles présentent des éléments distinctifs par rapport aux autres puisque c'est sur la modification de ces éléments distinctifs que l'assemblée spéciale sera appelée à statuer.

Ainsi, à côté des actions ordinaires, on distingue notamment les *actions de priorité*, qui présentent un avantage, financier ou autre, par rapport aux actions ordinaires et les *actions à dividende prioritaire sans droit de vote*, qui présentent un avantage financier, en contrepartie de l'abandon du droit de vote.

Comme le souligne le MEDEF, de nombreuses sociétés ont besoin de recourir à des instruments de fonds propres alternatifs à l'action ordinaire afin d'élargir leurs sources de financement et d'offrir aux investisseurs des produits purement financiers bénéficiant d'une rentabilité plus importante. L'utilité principale de ces instruments est de séparer capital et pouvoir, permettant ainsi d'éviter la dilution du capital et la perte de contrôle tout en sollicitant les investisseurs. Les différentes catégories d'actions précédemment citées présentent donc un grand intérêt. Néanmoins, le MEDEF souligne la désaffection des entreprises pour l'émission de ces produits, qui ne sont pas totalement satisfaisants. Il se propose

---

<sup>1</sup> Comme il n'y a pas lieu de supposer une contradiction dans les dispositions légales, le principe de l'égalité entre actionnaires, résultant des *articles L 225-122, L 225-204 et L 225-235 du Code de commerce*, doit être interprété au regard de la possibilité de rupture de l'égalité de *l'article L 228-11 du même code* (voir notamment, G. RIPERT et R. ROBLOT, *Traité de droit commercial*, t I, par M. GERMAIN, LGDJ, 16<sup>ème</sup> éd., n° 1173.

<sup>2</sup> CORDONNIER, *Journal des sociétés*, 1924.441 n°17.

<sup>3</sup> Relatif à la tenue d'assemblées spéciales réunissant « les titulaires d'actions d'une catégorie déterminée ».

donc de remplacer les catégories existantes par une nouvelle catégorie unique : les actions de préférence.

Une étude sommaire du régime de ces différentes catégories d'actions permettra d'apprécier en quoi elles ne sont plus, aujourd'hui, aussi attractives. Nous examinerons, dans ce cadre, les actions de priorité (A), et les actions à dividende prioritaire sans droit de vote (B), qui constituent les deux plus importantes catégories existantes, avant de passer en revue plus rapidement les deux autres catégories que le MEDEF propose de supprimer, à savoir les certificats d'investissement et les titres participatifs (C).

## **A. Les actions de priorité.**

Selon *l'article L 228-11 al 1 du Code de commerce*, les actions de priorité, encore appelées actions « privilégiées »<sup>1</sup> ou actions « préférentielles », sont celles qui procurent des avantages par rapport aux autres actions (actions ordinaires). Elles confèrent donc à leurs titulaires, en plus des droits attachés aux actions ordinaires examinés plus haut, des droits supplémentaires.

### **1. Création des actions de priorité.**

La création, par une société, d'actions de priorité est possible lors de la constitution de la société ou en cours de vie sociale.

**Création d'actions de priorité lors de la constitution de la société.** Si les actions de priorité sont prévues *dans les statuts d'origine*, la question se pose de savoir si le prix de souscription des actions de priorité peut être différent de celui des actions ordinaires, et en l'occurrence plus élevé puisque ces actions donnent des droits spécifiques qui ont par eux-même une valeur. Cette pratique est notamment courante aux Etats-Unis lorsque les fondateurs de la société font appel au financement de leur projet par des investisseurs<sup>2</sup>. En l'absence de texte, certains auteurs pensent que cette pratique est aussi possible en France<sup>3</sup>.

**Création d'actions de priorité en cours de vie sociale.** Si les actions de priorité sont créées par *augmentation du capital en cours de vie sociale*, les règles concernant toute augmentation de capital doivent être respectées. La décision sera donc prise par l'assemblée générale extraordinaire. Le droit préférentiel de souscription peut ou non être supprimé.

---

<sup>1</sup> Ancien Règlement Général CBV, article 3-1-10 ; décision CMF n° 98-12, article 1.

<sup>2</sup> Il s'agit en fait de faire souscrire, dès la constitution de la société, les actions de priorité dont les investisseurs sont titulaires à un prix plus élevé. Cela permet ainsi d'assurer un certain pourcentage de capital aux fondateurs pour un prix de souscription infime (*penny shares*) tout en permettant aux investisseurs d'apporter dès la constitution le financement en capital prévu pour le pourcentage convenu avec les fondateurs.

<sup>3</sup> *Juridictionnaire Joly Sociétés*, « Actions de priorité », Juin 2000, n° 26.

Deux questions particulières se posent lors de la création d'actions de priorité :

- Faut-il respecter la procédure des avantages particuliers ?
- Faut-il tenir une assemblée spéciale des actionnaires non bénéficiaires de l'émission ?

#### **a. La procédure des avantages particuliers.**

**Définition des avantages particuliers.** La loi ne définit pas ce que sont les avantages particuliers. La *jurisprudence*, quant à elle, retient une définition très large de l'avantage particulier. Il s'agit, en effet, de toute faveur, de nature pécuniaire ou autre, attribuée à titre personnel à un associé ou à un tiers<sup>1</sup>. L'existence d'un avantage particulier suppose donc :

- *Une faveur.* C'est l'idée de rupture d'égalité. L'avantage – pécuniaire ou autre – est attribué sans contrepartie ou avec une contrepartie sans rapport avec l'avantage lui-même ;
- *Attribuée à titre personnel à une ou plusieurs personnes dénommées.* C'est l'idée d'intuitus personae. L'avantage est accordé à une personne déterminée, qu'il s'agisse d'un associé ou d'un tiers. L'identité du bénéficiaire et la nature de l'avantage sont d'ailleurs mentionnés dans les statuts (**article 55 5° du Décret n° 67-236 du 23 mars 1967**).

**Procédure applicable aux avantages particuliers.** L'attribution d'avantages particuliers requiert le respect d'une procédure spécifique. L'avantage peut être accordé lors de la constitution de la société (**article L 225-8** pour les sociétés faisant appel public à l'épargne et **article L 225-14** pour les sociétés ne faisant pas appel public à l'épargne) ou en cours de vie sociale (**article L 225-147**). Dans tous les cas, la loi prévoit la nomination d'un commissaire aux avantages particuliers qui établit, sous sa responsabilité, un rapport sur l'évaluation de l'avantage afin d'en apprécier la consistance et les incidences éventuelles sur la situation des actionnaires<sup>2</sup>.

**Distinction des avantages particuliers et des actions de priorité.** En principe, le privilège procuré par l'action de priorité est attaché à l'action elle-même et non à son porteur. La priorité est donc liée à la qualité de l'action et non à celle de son propriétaire. Si, dans les deux cas, il y a bien rupture de l'égalité entre actionnaires, on ne retrouve ainsi pas dans l'action de priorité la notion *d'intuitus personae* qui caractérise l'avantage particulier. Au contraire, le privilège est accordé *intuitu rei*. Le privilège est simplement accordé à des actions, sans considération de la personne de leur titulaire. Il est transmis aux cessionnaires successifs des actions de priorité.

En réalité, force est de constater que, sous la pression des commissaires aux comptes, nombreux sont les praticiens qui, par prudence, préfèrent considérer que

---

<sup>1</sup> Douai, 7 juillet 1994 ; Revue des Sociétés 1994. 713, note Randoux ; Bulletin. July 1994. 994, note Le Cannu ; RJDA 1994, n° 1297.

<sup>2</sup> Rep. Min. Rossi, JO Déb. AN du 3 décembre 1990, p. 5543.

la création d'actions de priorité constitue *toujours* un avantage particulier dès lors qu'il y a, dans les deux cas, rupture de l'égalité. Dans la logique de ce raisonnement, il y a donc lieu de respecter la procédure spécifique des avantages particuliers, et la nomination consécutive d'un commissaire aux avantages particuliers, lors de la création d'actions de priorité, que ce soit lors de la constitution de la société ou en cours de vie sociale.

Cette analyse a été, un temps, relayée par un certain nombre d'auteurs<sup>1</sup>. Ceux-ci s'accordent aujourd'hui à dire que la procédure des avantages particuliers ne doit être respectée que *lorsque le privilège attaché aux actions de priorité n'est pas accordé à tous les actionnaires et que leur attribution est faite en considération de la personne*<sup>2</sup>. Ils distinguent ainsi deux possibilités. Soit les actions de priorité n'accordent le privilège qu'*intuitu rei*. Il n'est alors nullement besoin de recourir à un commissaire aux avantages particuliers. Soit la considération de la personne rentre en compte dans l'octroi du privilège. La personne d'un actionnaire dénommé et déterminé se profile alors derrière la catégorie d'actions de priorité. Dans ce cas, l'octroi d'actions de priorité constitue un avantage particulier et doit être soumis à la procédure spécifique. Il en est ainsi lorsque les droits attachés aux actions le sont uniquement en fonction de l'identité ou de la qualité de leur titulaire et que ces droits disparaissent lorsque le titulaire transfère ces actions ou perd la qualité qui avait justifié l'attribution de l'avantage. Ce serait, par exemple, le cas d'un investisseur de renom dont la société veut s'assurer la présence dans son actionnariat et qui conditionne sa participation au capital à l'octroi d'actions de priorité. Il y a donc lieu de nommer un commissaire aux avantages particuliers.

Lorsqu'il existe un *doute* sur la qualification – *intuitu personae* ou *intuitu rei* – des actions de priorité attribuées, la plupart des auteurs proposent de respecter la procédure par prudence. On en revient ainsi au principe du cumul des deux procédures dans la plupart des cas. Pour d'autres, cette recommandation révèle une incohérence<sup>3</sup>. Soit les droits sont attachés aux actions et la suivent : on sort alors du cadre des avantages particuliers. Soit les droits sont attachés à l'action aussi longtemps que le titulaire qui les a souscrit les détient et continue à remplir les conditions ayant justifié l'octroi de ces privilèges : il s'agit alors bien d'un avantage particulier. La création d'actions de priorité est ou n'est pas, selon les cas, un avantage particulier, et la prudence qui consiste à amalgamer des situations opposées se trouve sans fondement juridique.

La distinction essentielle à opérer est alors celle de la *transmissibilité des actions*. A partir du moment où l'action circule, elle n'est pas attribuée à un personne déterminée. Il ne peut donc pas s'agir d'un avantage particulier<sup>4</sup>. D'ailleurs,

---

<sup>1</sup> Notamment M. COZIAN et A. VIANDIER ; Y. GUYON ; Ph. MERLE ; B. MERCADAL et Ph. JANIN dans les précédents éditions de leurs ouvrages.

<sup>2</sup> M. COZIAN- A. VIANDIER – F. DEBOISSY, *Droit des sociétés*, Litec, 14<sup>ème</sup> édition ; *Mémento Lefebvre Sociétés commerciales*, 2002, n° 18180 ; *Lamy Sociétés commerciales*, 2001, n° 4246 ; Ph. ENGEL et P. TROUSSIÈRE, *Création de catégories d'actions et stipulation d'avantages particuliers*, JCP. Ed E. 1996, I. N° 585.

<sup>3</sup> *Juridictionnaire Joly Sociétés*, « Actions de priorité », Juin 2000, n° 17.

<sup>4</sup> J-J. DAIGRE, *Actions privilégiées, catégories d'actions et avantages particuliers*, in *Prospectives du droit économique*, Dialogues avec M. JEANTIN, éd. Dalloz, 1999. p. 213 et s.

l'obligation d'indiquer dans les statuts les bénéficiaires d'avantages particuliers rendrait nécessaire la modification des statuts à chaque transmission des actions qui octroient ces avantages. Cette procédure serait bien trop lourde. Cependant, dans le cas où une même personne reçoit toutes les actions privilégiées, il y a bien un avantage particulier. Même si les actions peuvent par la suite circuler, elles ont bien été, au départ, attribuées à une personne déterminée...

Le débat se retrouve également au stade de *l'augmentation de capital*. Si **l'article L 225-138 du Code de commerce** exclut expressément la procédure des avantages particuliers lors de la renonciation au droit préférentiel de souscription par les actionnaires au profit des souscripteurs dans le cadre d'une augmentation de capital ordinaire, la loi est muette en cas d'augmentation de capital par émission d'actions privilégiées. Certes, le texte ne concerne que les actions ordinaires. La procédure devrait donc être respectée en cas d'émission d'actions privilégiées. Cependant, certains auteurs arguent de l'inutilité du cumul des différentes procédures. Dans le cadre de l'augmentation de capital, un rapport du commissaire aux comptes est déjà obligatoire. Le recours à un commissaire aux avantages particuliers, chargé de rédiger un second rapport, est donc superflu. Dans les deux cas, le commissaire est chargé de déterminer s'il existe un conflit d'intérêts. Inutile donc que le second ne refasse le travail du premier. Le texte applicable aux actions ordinaires l'est en conséquence aussi, par extension, aux actions de priorité<sup>1</sup>. Pourtant, d'autres auteurs soulèvent que le commissaire aux comptes fera un travail moins détaillé sur l'octroi des avantages que ne l'aurait fait le commissaire aux avantages particuliers.

La question est encore moins résolue en ce qui concerne la *société par actions simplifiées*. On a vu précédemment qu'une telle société peut émettre des actions de priorité. La procédure des avantages particulier devra-t-elle être respectée si le privilège ainsi octroyé constitue un tel avantage? Rien n'est sûr. En effet, l'application de la procédure des avantages particuliers à la société par actions simplifiées est elle-même discutée, en raison du caractère contractuel d'une telle société<sup>2</sup>. De toute façon, la société par actions simplifiées bénéficiant d'une grande latitude pour l'organisation des relations entre associés dans le cadre des statuts, il est possible de donner aux associés de la SAS, autrement que par des actions de priorité, des privilèges qui ne pourraient être accordés que par le biais de telles actions dans le cadre d'une société anonyme.

Des ces divergences doctrinales, on retiendra surtout l'incertitude qui existe quant à l'application de la procédure des avantages particuliers. Ainsi, de deux choses l'une : soit la société émettrice décide, dans le doute, de respecter la procédure, et supporte la lourdeur du cumul des procédures. Soit la société décide que les actions de priorité émises ne sont pas des avantages particuliers et ignore la procédure, au risque de voir l'émission ultérieurement remise en cause<sup>3</sup> s'il

---

<sup>1</sup> J.-J. DAIGRE, *précité*.

<sup>2</sup> *Mémento Lefebvre Sociétés commerciales*, 2002, n° 14988 ; *Juridictionnaire Joly Sociétés*, « Actions de priorité », Juin 2000, n° 20.

<sup>3</sup> La loi est d'ailleurs muette sur la sanction appliquée en cas de défaut de respect de la procédure des avantages particuliers (non constitution de la société, nullité de l'augmentation de capital...?).

s'avérait que les actions émises constituent bien un avantage particulier. Quoiqu'il en soit, ce flou juridique ne contribue certainement pas à rendre l'instrument financier attractif.

### **b. La tenue d'une assemblée spéciale.**

Cette question se pose lorsque les actions de priorité sont créées en cours de vie sociale. La création est décidée par *l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires*.

***Les arguments en faveur de la tenue d'une assemblée spéciale.*** Pour certains auteurs<sup>1</sup>, à cette décision doit obligatoirement s'ajouter une décision d'une *assemblée spéciale réunissant les actionnaires qui ne bénéficient pas de cet avantage*. En effet, sous l'empire du régime antérieur à la réforme de 1966, la réunion d'une assemblée spéciale n'était pas indispensable lorsque la décision de l'assemblée générale extraordinaire modifiant les droits d'une catégorie d'actions avait été adoptée par tous les actionnaires intéressés ou même lorsque ces actionnaires avaient, en dehors de l'assemblée, donné individuellement leur accord à la modification proposée<sup>2</sup>. Ce procédé n'est pas explicitement condamné par la législation actuelle. Mais il paraît prudent, en attendant que la jurisprudence se soit prononcée définitivement sur ce point, de réunir une assemblée spéciale même si tous les actionnaires intéressés sont d'accord. Or, si l'assemblée générale extraordinaire décide l'émission d'actions de priorité, elle modifie bien les droits d'une catégorie d'actions – les actions ordinaires existantes. Les actionnaires titulaires d'actions ordinaires qui ne bénéficient pas de l'avantage doivent donc être consultés en assemblée spéciale. Seule la tenue effective d'une assemblée assure efficacement la protection des actionnaires recherchée par la loi, laquelle exige une consultation sur toute modification portant atteinte à leurs droits.

***Les arguments contre la tenue d'une assemblée spéciale.*** Mais d'autres<sup>3</sup> auteurs doutent de l'utilité d'une telle assemblée. En effet, s'il s'agit d'une *émission non réservée*, tous les actionnaires peuvent souscrire et sont donc protégés. Une assemblée spéciale ne peut être réunie avant le vote de l'émission d'actions de priorité puisque la société ne connaît pas à l'avance les actionnaires qui vont décider de souscrire. Tenir une telle assemblée à l'issue de la souscription est inutile car elle ne ferait que constater la décision individuelle de chaque actionnaire de ne pas souscrire. Dans le cas d'une *émission réservée*, la protection des actionnaires est déjà assurée par l'obligation de présenter un rapport du commissaire aux comptes à l'assemblée générale extraordinaire et par l'interdiction pour les bénéficiaires s'ils sont actionnaires de prendre part au vote. Enfin, si l'émission d'actions de priorité constitue *l'attribution d'avantages particuliers*, il y a lieu de respecter la procédure spécifique de protection des actionnaires prévue par la loi.

---

<sup>1</sup> Ph. MERLE, *Droit commercial, Sociétés commerciales*, 6<sup>ème</sup> éd., n° 289 ; *Mémento Lefèbvre Sociétés commerciales*, 2002, n° 18180 ; *Lamy Sociétés commerciales*, 2001, n° 4246.

<sup>2</sup> *T. com. Seine*, 23 décembre 1935, *Journal des Sociétés*, 1938.232.

<sup>3</sup> *Juridictionnaire Joly Sociétés*, « Actions de priorité », Juin 2000, n° 32 ; Ph. ENGEL et P. TROUSSIÈRE, *précité*.

On constate donc que, là encore, la plus grande incertitude règne. Soit la société décide à nouveau de jouer la carte de la sécurité et alourdit volontairement la procédure, soit elle passe outre, au risque de voir l'émission remise en cause ultérieurement.

## **2. Privilèges attachés aux actions de priorité.**

Les termes de la loi sont très généraux quant aux types d'avantages qui peuvent être attribués. L'article 228-11 dispose ainsi que les actions de priorité jouissent d'avantages « sous réserve des dispositions des articles L 225-122 à L 225-125 ». Ces articles ayant trait au droit de vote, on en conclut que les avantages procurés par les actions de priorité peuvent être de toute nature – pécuniaire ou non pécuniaire – sous réserve de ne porter atteinte ni au droit de vote, ni à la prohibition des clauses léonines (*article 1844-1 du Code civil*).

Cette *intangibilité du droit* de vote restreint cependant considérablement le champ des possibilités offertes à la société émettrice. Chaque action devant donner droit à une voix au moins (*article L 225-122*), et en raison de l'interdiction du vote plural, la doctrine considère ainsi qu'il n'est à ce jour pas possible de donner à une seule catégorie d'actions la faculté du droit de vote double prévue à *l'article L 225-123*.

En dehors de cette limite concernant le droit de vote, l'éventail des avantages susceptibles d'être octroyés est assez large.

### **a. Les avantages pécuniaires.**

*Autorisation préalable des titulaires de valeurs mobilières complexes.* La création d'actions de priorité donne un avantage dans la répartition des bénéfices par rapport aux autres actions. Lorsqu'on attribue des privilèges financiers à une catégorie d'actions, il convient de respecter à cette occasion les dispositions légales qui interdisent à la société émettrice de modifier la répartition des bénéfices en présence de certaines catégories de valeurs mobilières. C'est le cas lorsqu'il existe des obligations avec bons (*article 225-153 al 1*), convertibles (*article 225-161 al 5*) ou échangeables (*article L 225-174 al 1*) ou d'autres valeurs mobilières donnant vocation à des actions.

Dans cette hypothèse, il est en principe interdit de modifier la répartition des bénéfices. Néanmoins, pour une partie de la doctrine<sup>1</sup>, il est possible de contourner cette interdiction en obtenant l'accord unanime de leurs titulaires réunis en assemblée avant d'émettre les actions privilégiées. En revanche, dans le

---

<sup>1</sup> *Juridictionnaire Joly Sociétés*, « Actions de priorité », Juin 2000, n°39 ; *Mémento Lefèbvre, Sociétés commerciales*, 2002, n° 18180, 20393, 20622, 20863 et 21911. Il a été jugé, en effet, qu'une partie peut toujours, après la naissance de son droit, renoncer à l'application d'une loi, fût-elle d'ordre public (*Civ, 27 octobre 1975, Bull. III n° 310*). Cette solution ne vaut que si la règle d'ordre public violée a été établie dans un but de protection d'un intérêt particulier, et non pas dans un intérêt général. Or, tel est le cas en l'espèce, la règle ayant ici pour but de protéger les obligataires.



cas ou aucune assemblée n'est prévue par la loi, ce qui le cas, par exemple, des bons de souscription d'actions, il sera nécessaire de recueillir l'accord unanime des titulaires en les consultant individuellement. Certains auteurs admettent néanmoins la possibilité de créer une masse de porteurs de bons à l'occasion de l'émission des bons<sup>1</sup>. Cette impossibilité d'émission en cas de préexistence de certains titres hybrides en l'absence d'accord de leurs titulaires constitue un frein majeur à l'utilisation des actions de priorité.

***Nature de l'avantage.*** Cet avantage peut consister :

- En un dividende « gonflé », c'est-à-dire une quote-part des bénéfices supérieure à celle revenant aux autres actions.
- En un dividende « précipitaire », c'est-à-dire versé aux actions privilégiées par préférence aux actions ordinaires, lesquelles peuvent ainsi se trouver privées de toute distribution si les bénéfices de l'exercice sont insuffisants.
- En un dividende « cumulatif », susceptible d'être prélevé sur les bénéfices ultérieurs si les bénéfices de l'exercice sont insuffisants.
- En un droit prioritaire au remboursement du montant nominal des actions de priorité sur le produit de la liquidation. Les droits dans le boni de liquidation peuvent aussi être supérieurs à ceux des actions ordinaires.
- En un amortissement prioritaire ou un rachat prioritaire.

***Cas particulier de l'attribution d'un dividende précipitaire.*** Ces différents avantages peuvent être combinés. Le droit financier le plus souvent accordé aux actions de priorité reste, à ce jour, le dividende précipitaire, également appelé *dividende « prioritaire<sup>2</sup> »*. Même lorsqu'il est prioritaire, il s'agit toujours d'un dividende dont le versement, comme le dividende ordinaire, est aléatoire, puisqu'il dépend, pour être versé, de l'existence d'un bénéfice distribuable. C'est là que réside la différence la plus significative avec les obligations convertibles, échangeables ou remboursables dont les intérêts sont dus même en l'absence d'un bénéfice distribuable.

Une grande souplesse est laissée à la société dans la détermination de ce bénéfice distribuable. Elle peut ainsi créer *différentes catégories d'actions* bénéficiant d'un dividende prioritaire. Elle dispose également de différents moyens pour déterminer *l'assiette* du dividende prioritaire, selon que son objectif est la recherche d'un rendement fixe ou d'un rendement variable. Cette assiette peut, en effet, être un montant fixe, ce qui permettra à la société de faire des émissions successives d'actions privilégiées à des prix différents à l'intérieur de la même catégorie, puisque pour toutes les actions de la catégorie, l'assiette du dividende est la même (c'est-à-dire le prix d'émission). Le montant du dividende, en

---

<sup>1</sup> *Mémento Lefèbvre, Sociétés commerciales*, 2002, n° 20390 et 20391.

<sup>2</sup> F. MONOD, *Droits financiers attachés aux actions privilégiées*, Editions Techniques, Droit des sociétés, n° 3, Mars 1995.

revanche, variera selon le prix d'émission. L'assiette peut aussi être un montant variable ou aléatoire, en fonction du chiffre d'affaire, du bénéfice, ou de composantes spécifiques (revenus de cession ou de concession de licences, par exemple). Enfin, la *durée* du dividende prioritaire peut être limitée à un certain nombre d'exercices ou à un certain plafond.

Cette liberté offerte à la société dans la mise en place de l'instrument est le principal avantage actuel des actions de priorité. Il s'agit donc de conserver cette liberté quelque soit le nouveau régime qui pourrait être mis en place.

### **b. Les avantages non pécuniaires.**

***Diversité des avantages.*** Les actions de priorité permettent aussi, en attribuant à leurs titulaires des droits non financiers, d'aménager et de structurer le fonctionnement d'une société ou d'assurer la cohésion d'un groupe d'actionnaires avec des règles de cession spécifiques. Les droits conférés par les actions de priorité sont ainsi très divers dans la pratique<sup>1</sup>. Ils peuvent être regroupés en deux grandes catégories :

- *Les dispositions relatives aux cessions d'actions* : Les statuts prévoient fréquemment que toute cession d'actions sera soumise à une clause d'agrément, de préemption ou combinant agrément et préemption. Le plus souvent, les investisseurs financiers cherchent à obtenir la suppression de cette clause statutaire pour la catégorie d'actions dont ils sont titulaires. L'intérêt de cette soustraction est de leur laisser la faculté de céder leur participation au prix du marché et non à celui, toujours plus modeste, évalué à dire d'expert<sup>2</sup> en cas de mise en jeu d'une clause d'agrément.
- *Les dispositions relatives à la participation au pouvoir de décision* : Il s'agit ici de donner à des actionnaires minoritaires certains droits dans le cadre d'une participation active au processus de décision du conseil d'administration ou de l'assemblée général. Cela peut se faire, par exemple, en attribuant un certain nombre de sièges au conseil d'administration à des représentants de ces actionnaires. Pour assurer l'efficacité de cette présence, un quorum spécial sera nécessaire à la tenue de ce conseil, qui prendra par ailleurs ses décisions à une majorité qualifiée telle qu'elle devra inclure le vote d'un administrateur au moins de la catégorie d'actions de priorité. Les administrateurs représentant la catégorie d'actions peuvent en outre disposer d'un droit de veto. Les droits peuvent aussi s'exercer au sein de l'assemblée des actionnaires, sous la forme d'une autorisation préalable de certaines opérations par l'assemblée spéciale de la catégorie d'actions privilégiées, ou, plus simplement, sous la forme d'une droit d'information ou de consultation préalable.

---

<sup>1</sup> F. MONOD, *Droits non financiers attachés aux actions privilégiées*, Editions Techniques, Droit des sociétés, n° 9, Juin 1996.

<sup>2</sup> En vertu de l'article 1843-4 du Code civil.

**Limites des avantages.** Malgré la grande liberté laissée par la loi, les privilèges non financiers consentis aux porteurs d'actions de priorité rencontrent certaines limites<sup>1</sup>.

La principale limite est celle du *principe d'organisation hiérarchique de la société anonyme*, défini par la jurisprudence<sup>2</sup>, qui interdit de consentir à une catégorie d'actions des privilèges politiques qui se traduiraient par une immixtion dans la gestion de la société des actionnaires qui en sont bénéficiaires. Les droits non financiers attribués doivent donc toujours l'être dans le respect de cette limite.

- Ainsi, la mise en place d'une autorisation préalable de certaines décisions de gestion ou de certaines décisions modifiant les statuts ne doit pas vider complètement de son pouvoir l'organe normalement compétent pour les décisions concernées. Il convient donc de limiter le nombre des décisions nécessitant une telle autorisation.
- De même, si le privilège peut prendre la forme d'une participation au conseil d'administration, en aucun cas le président de ce conseil ne peut devoir être absolument choisi parmi les titulaires d'actions privilégiées. Cela reviendrait à priver le conseil d'un pouvoir qui lui appartient en propre, à savoir celui de désigner son président.
- Cette limite se retrouve au niveau de l'assemblée générale. En effet, le privilège octroyé aux titulaires d'actions de priorité et consistant à leur accorder des sièges dans les organes de direction a pour unique but de les faire participer au pouvoir de décision dont ils seraient exclus – en tant que minoritaires – s'ils ne détenaient que des actions ordinaires<sup>3</sup>. Ils ne s'agit pas de déposséder les actionnaires majoritaires de leur prérogatives. L'assemblée générale des actionnaires doit donc conserver sa liberté de choix et pouvoir opter entre des candidats de chaque catégorie plus nombreux que le nombre de sièges qui leur est réservé.
- Enfin, les règles de quorum et de majorité ne peuvent être modifiées en ce qui concerne les assemblées générales. Le présent de l'indicatif utilisé aux **articles L 225-96** (pour les assemblées générales extraordinaires) et **L 225-98 du Code de commerce** (pour les assemblées générales ordinaires) exclut de prévoir des majorités différentes de celles de la loi.

---

<sup>1</sup> F-D. POITRINAL, *Les limites des droits non financiers attachés aux actions de priorité*, Banque n° 589, Février 1998, p. 50 et s.

<sup>2</sup> Voir *Com*, 11 juin 1965, RTD com. 65.861 n° 3 ; Gaz. Pal. 1965.2.322 ; ou, plus récemment, *CA Aix*, 28 septembre 1982, *Revue des Sociétés*, 1983, p. 773, note J. Mestre : « Si les statuts peuvent aménager, au mieux des intérêts sociaux, les modalités de l'administration et de la direction, cette liberté s'exerce sous la condition expresse d'absence de bouleversement des principes généraux de hiérarchie et de compétence des divers rouages institués par la loi ».

<sup>3</sup> L'application des seules dispositions légales permet en effet aux actionnaires représentant la moitié des voix plus une d'obtenir la totalité des sièges. Cette règle écarte donc en principe les minoritaires de toute présence au conseil d'administration.

On voit donc que l'éventail des privilèges qui peuvent être accordés au moyen d'actions de priorité est large, mais comporte néanmoins certaines limites.

### **3. Fonctionnement des actions de priorité.**

**Compétence d'une assemblée spéciale.** L'émission d'actions privilégiées rend obligatoire la création d'une assemblée spéciale, en application de *l'article L 225-99 du Code de commerce*. Celle-ci sera compétente pour approuver toute modification des droits attachés à la catégorie d'actions. Cette ratification est une condition de validité de la décision de l'assemblée générale et l'absence de réunion de l'assemblée spéciale entacherait de nullité la délibération de l'assemblée générale.

**Tenue de l'assemblée spéciale.** En vertu de *l'article L 225-99 al 3*, l'assemblée spéciale ne délibère valablement que sur un *quorum* de la moitié (sur première convocation) ou d'un quart (sur deuxième convocation) des actions ayant droit de vote dont il est envisagé de modifier les droits. Ce quorum est assez lourd comparé à celui des assemblées générales extraordinaires (un tiers des actions ayant le droit de vote sur première convocation et un quart sur deuxième convocation). A défaut de ce quorum la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée et il est toujours nécessaire que le quorum du quart soit atteint. On peut ainsi aboutir à une situation de blocage total, sans que l'assemblée spéciale ait même pu se prononcer, si le quorum n'arrive pas à être atteint. En ce qui concerne les conditions de *majorité*, *l'article L 225-99 al 4* dispose que l'assemblée spéciale statue dans les conditions prévues à *l'article L 225-96*. Les conditions de majorité sont donc les mêmes que pour une assemblée générale extraordinaire, c'est-à-dire une majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés. Ainsi les porteurs d'actions de priorité détenant plus du tiers des droits de vote ont une minorité de blocage. Ils peuvent s'opposer à la modification des droits relatifs à leur catégorie d'actions et la rendre impossible.

En revanche, lorsque l'assemblée spéciale est réunie dans le cadre d'une *demande d'exercice des droits attachés à la catégorie d'actions qu'elle représente* – par exemple lors d'une autorisation préalable – il ne s'agit pas d'une réunion pour modification des droits de la catégorie d'actions. La majorité simple est alors suffisante, par analogie avec le vote des assemblées générales d'actionnaires<sup>1</sup>.

### **4. Suppression des droits attachés aux actions de priorité.**

Cette suppression peut résulter soit d'un rachat des actions de priorité par la société émettrice suivi de leur annulation, soit de la conversion de ces actions en actions ordinaires. Dans les deux cas, l'intervention de *l'assemblée générale extraordinaire* est nécessaire pour approuver la modification de capital consécutive à l'opération.

---

<sup>1</sup> *Juridictionnaire Joly Sociétés*, « Actions de priorité », Juin 2000, n° 75.

### a. Le rachat par la société émettrice.

**Modalités de rachat.** Le rachat peut avoir été prévu au moment de l'émission des actions de priorité. Il est alors considéré soit comme la sortie à terme des titulaires des actions rachetées de la société, soit comme une garantie de liquidité pour ces titulaires, appréciable dans une société non cotée. Il peut aussi faire partie des droits attachés aux actions de priorité (cas du rachat prioritaire).

Dans tous les cas, le rachat n'est possible que s'il a été expressément prévu dans les statuts de la société avant l'émission des actions de priorité. En effet, **l'article 36 de la deuxième directive européenne**<sup>1</sup> prévoit que le retrait forcé d'actions « doit être prescrit ou autorisé par les statuts ou l'acte constitutif avant la souscription des actions qui font l'objet du retrait ». En pratique, cette faculté de rachat est d'ailleurs toujours prévue dans les statuts des sociétés par actions françaises puisqu'elle est une des modalités légales de la réduction de capital.

Les actions rachetées devront être annulées, l'opération s'analysant en une réduction de capital non motivée par des pertes régie par **l'article L 225-207 du Code de commerce**. Les règles particulières de cette procédure doivent donc être respectées (intervention des commissaires aux comptes, possibilité pour les créanciers sociaux de faire opposition à l'opération...).

**Valeur de rachat.** La valeur de rachat est déterminée d'un commun accord entre la société émettrice et l'assemblée spéciale des titulaires d'actions de priorité. En cas de désaccord, les auteurs divergent quant à savoir si elle pourrait être fixée par un expert en vertu de **l'article 1843-4 du Code civil**. En effet, si certains n'y voient aucune limite<sup>2</sup>, d'autres<sup>3</sup> arguent que le recours à cet expert devrait être autorisé au préalable par les deux assemblées, à moins d'avoir été prévu dans le contrat d'émission. Si les deux organes ne donnent pas leur accord, on voit donc mal comment le rachat pourrait avoir lieu.

### b. La conversion en actions ordinaires.

**Circonstances.** Cette transformation, qui intervient lorsque tous les privilèges attachés aux actions disparaissent et qu'il ne reste plus que l'action ordinaire d'origine, peut avoir été programmée depuis l'origine. Si ce n'est pas le cas, il y aura lieu d'obtenir l'accord de l'assemblée spéciale avant que l'assemblée générale extraordinaire ne statue.

**Modalités.** Certains auteurs recommandent, lorsqu'il existe des obligations avec bons de souscription, convertibles ou échangeables, que la transformation soit soumise à l'approbation de l'assemblée générale des titulaires d'obligations, par

---

<sup>1</sup> Directive n° 77/91 du 13 décembre 1976.

<sup>2</sup> *Mémento Lefebvre, Sociétés commerciales*, 2002, n° 18185 ; *Lamy Sociétés commerciales*, 2001, n° 4248. Les auteurs se basent sur une extension de *l'article L 228-19* concernant les actions à dividende prioritaire sans droit de vote et qui prévoit le recours à *l'article 1843-4 du Code civil*, ce dernier étant par ailleurs applicable à toutes les sociétés en l'absence de texte particulier contraire.

<sup>3</sup> *Juridictionnaire Joly Sociétés*, « Actions de priorité », Juin 2000, n° 79.

analogie avec les règles applicables en cas de conversion d'actions à dividende prioritaire en actions ordinaires. Mais cet avis n'est pas partagé par tous<sup>1</sup>. En effet, cette position se comprend, en ce qui concerne les ADP, lorsque la conversion entraîne une augmentation ou une réduction de capital. Les porteurs d'OBSA, d'OCA ou d'OEA ont un droit futur sur une quotité du capital et la société ne peut modifier la répartition de ce capital de manière unilatérale. C'est pourquoi la loi requiert leur consentement<sup>2</sup>. La situation en matière d'actions de priorité est très différente. Lorsqu'elles perdent les privilèges qui leur sont attachées, les actions de priorité redeviennent, *ipso facto*, des actions ordinaires. Il n'y a donc pas lieu, en principe, de constater une augmentation ou une réduction de capital. Puisque la conversion n'occasionne aucun changement dans la répartition du capital, on ne voit pas en quoi l'intervention des titulaires de valeurs mobilières complexes serait nécessaire. Néanmoins, le discussion doctrinale existe.

De même, bien qu'elle ne soit prévue par aucun texte, l'intervention d'un commissaire aux comptes, qui permet aux actionnaires de se prononcer en pleine connaissance de cause, paraît souhaitable pour certains.

En conclusion, l'étude du régime des actions de priorité met en lumière un certain nombre de points « obscurs », tant au niveau de la création et des privilèges octroyés au niveau du fonctionnement et de la suppression de ces actions (*Voir tableau récapitulatif en Annexe*).

En pratique, on constate qu'en France, aucune société cotée française ou étrangère n'a émis des catégories d'actions privilégiées. Or, les actions de priorité peuvent en théorie être cotées sur un marché réglementé en France<sup>3</sup>. Mais cette cotation est, à vrai dire, très rare. Ainsi, lors de l'introduction en bourse en France d'une société qui aurait émis des actions de priorité, les banquiers introducteurs exigent la transformation des actions de priorité en actions ordinaires. Les sociétés préfèrent d'ailleurs recourir à d'autres instruments, tels les actions à dividende prioritaire ou les certificats d'investissement. Cela peut paraître surprenant au regard des possibilités qu'offrent l'émission d'actions de priorité. Pour certains auteurs, ceci reflète très certainement la perception particulière, par la Bourse et par le public, du principe de l'égalité entre actionnaires, qui aboutit à écarter le recours aux actions de priorité et à utiliser d'autres formules pour attirer les capitaux<sup>4</sup>. Pour d'autres, ce sont les rigidités d'une double cotation qui veulent être évités. On peut se demander si les incertitudes qui règnent par endroit sur le régime de cette catégorie d'actions ne contribuent pas également à leur désaffection. Dans tous les cas, il n'est pas certain que ce désintérêt soit toujours à l'avantage des sociétés émettrices et de leurs actionnaires.

---

<sup>1</sup> *Mémento Lefebvre, Sociétés commerciales*, 2002, n° 18187. *Contra*, *Juridictionnaire Joly Sociétés*, « Actions de priorité », Juin 2000, n° 78.

<sup>2</sup> Voir *infra*, les développements sur les ADP.

<sup>3</sup> *L'ancien règlement général du CBV* prévoit en effet spécifiquement la possibilité de la cotation des actions privilégiées, tant à la cote officielle (*article 3-1-10*) qu'au second marché (*article 3-1-27*).

<sup>4</sup> F. MONOD, *Les actions privilégiées : un leviers pour l'investisseur minoritaire*, Banque, Juin 1994, p. 58.

## **B. Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote.**

Afin d'améliorer les mécanismes d'investissement de l'épargne, le législateur a créé en 1978<sup>1</sup> un nouveau type d'actions, les actions à dividende prioritaire sans droit de vote, communément appelées ADP. Devant l'échec rencontré par les ADP, leur régime a été considérablement assoupli en 1983<sup>2</sup>. Les ADP constituent ainsi aujourd'hui un moyen intéressant de renforcer les capitaux propres sans prendre le risque d'un bouleversement dans les rapports de force. Elles sont d'ailleurs souvent utilisées comme défense anti-OPA.

L'introduction des ADP à *l'article L 228-11 al 2 du Code de commerce*, à la suite des actions de priorité, a, sans doute, contribué à créer une confusion entre ces deux catégories d'actions. Les ADP sont pourtant l'exact contraire des actions de priorité. En effet, elle enlèvent un droit (celui de voter) à leurs titulaires, alors que l'objectif des actions de priorité est justement d'attacher aux actions des droits supplémentaires par rapport au minimum prévu par la loi<sup>3</sup>. Il ne peut donc en aucun cas s'agir d'une variante d'actions de priorité, mais bien d'une catégorie de valeur mobilière différente, dont la création n'était possible que par le biais d'une loi spécifique.

Malgré les efforts du législateur pour faciliter le recours à ce type d'instruments, le régime des ADP soulève encore aujourd'hui quelques difficultés d'interprétation qui ne contribuent pas à son essor.

### **1. Création des ADP.**

**Condition préalable.** En vertu de *l'article L 225-126 al 2 du Code de commerce*, une société ne peut émettre des ADP que lorsqu'elle a *réalisé des bénéfices distribuables au cours des deux derniers exercices*, peu importe que ceux-ci aient été distribués ou mis en réserve. Contrairement à ce qui est possible en matière d'actions de priorité, une société ne peut donc pas créer des ADP dès sa constitution.

La COB s'est par ailleurs opposée à une émission d'obligations convertibles en ADP, la condition de réalisation de bénéfices distribuables pendant les deux exercices précédents la conversion pouvant ne pas être réalisée au moment de cette conversion<sup>4</sup>.

En revanche, *l'existence de titres complexes* (OBSA, OCA, OEA) n'est pas un obstacle à l'émission d'ADP. Il n'est donc pas nécessaire pour l'émetteur d'obtenir l'accord des porteurs de ces titres, ce qui constitue une marge de

---

<sup>1</sup> Loi n° 78-741 du 13 juillet 1978, relative à l'orientation de l'épargne vers le financement des entreprises.

<sup>2</sup> Loi n° 83-1 du 3 janvier 1983, épargne et investissement.

<sup>3</sup> F. MONOD, *Les actions privilégiées : un leviers pour l'investisseur minoritaire*, précité.

<sup>4</sup> Rapport COB pour l'année 1985, p. 93.

manœuvre appréciable en comparaison des actions de priorité<sup>1</sup>. Il lui suffira de prendre les dispositions nécessaires pour que ces titulaires puissent souscrire des ADP dans les mêmes conditions, excepté la date de jouissance, que s'ils avaient été actionnaires au moment de l'émission.

**Modalités de l'émission.** Les ADP peuvent être créées par voie d'augmentation de capital ou par conversion d'actions ordinaires déjà émises.

Dans le cadre d'une *augmentation de capital*, la question de l'application de la procédure des avantages particuliers se pose à nouveau. En effet, s'il y a avantage en raison du droit de priorité sur le premier dividende et le remboursement des actions, cet avantage est sérieusement affecté par la suppression du droit de vote. Aussi, pour certains auteurs, paraît-il prudent de suivre la procédure des avantages particuliers lorsque la souscription des ADP est réservée à une ou plusieurs personnes déterminées. En revanche, elle semble superflue lorsqu'elle est offerte à tous les actionnaires ou à des tiers non dénommés<sup>2</sup>. On retrouve donc les mêmes incertitudes qu'en matière d'actions de priorité.

Dans le cadre d'une *conversion d'actions ordinaires en ADP*, celle-ci doit avoir été préalablement acceptée par l'assemblée générale extraordinaire – statuant à la majorité des deux tiers – des titulaires de titres complexes (OBSA, OCA et OEA) et par l'assemblée spéciale des porteurs d'ADP déjà émises<sup>3</sup>. Ils peuvent donc faire échec à la conversion.

**Limites à l'émission.** La création d'ADP rencontre deux limites majeures. D'une part, les ADP ne peuvent représenter plus d'un quart du montant du capital social (**article L 228-12 al 2 du Code de commerce**). Cette proportion du quart devant être appréciée après l'émission, elle correspond en fait au tiers du capital avant cette émission<sup>4</sup>. D'autre part, il est interdit au président, aux membres du conseil d'administration, aux directeurs généraux, aux membres du directoire et du conseil de surveillance de détenir, sous quelque forme que ce soit, des ADP de la société. Cette mesure se justifie par le fait qu'accepter un titre dépourvu du droit de vote manifeste un désintérêt pour la vie de la société incompatible avec les fonctions de dirigeant<sup>5</sup>.

---

<sup>1</sup> Voir les *articles L 225-153 al 2* (obligations avec bons), *L 225-161 al 5* (obligations convertibles), *L 225-174 al 1* (obligations échangeables).

<sup>2</sup> *Mémento Lefebvre, Sociétés commerciales*, 2002, n° 18203.

<sup>3</sup> *Article L 228-12 al 4*.

<sup>4</sup> *JO. Déb. AN 23 juin 1978*, p. 3304.

<sup>5</sup> Conclusions du rapporteur à l'Assemblée nationale, *Rapport AN n° 390*, p. 79.



## 2. Droits attachés aux ADP.

En contrepartie de la suppression du droit de vote, les porteurs d'ADP jouissent de droits pécuniaires prioritaires.

### a. Les droits pécuniaires.

***Droit à un premier dividende.*** L'avantage majeur procuré par la détention d'ADP est de jouir d'une priorité par rapport aux actions ordinaires pour la distribution d'un premier dividende. Cependant, le calcul de ce premier dividende est extrêmement contraignant et peu de liberté est laissée à la société émettrice.

En effet, la loi encadre la détermination du taux du premier dividende. Ce taux ne peut être inférieur :

- ni à *l'intérêt statutaire* alloué aux actions ordinaires, si les statuts en prévoient un, ou au *premier dividende* alloué aux actions de priorité, s'il est supérieur à celui des actions ordinaires ;
- ni à 7,5 % du montant libéré de la fraction du capital représentée par les ADP.

Les actionnaires à dividende prioritaire priment donc tous les autres, y compris les titulaires d'actions de priorité leur donnant droit à un dividende prioritaire. De plus, le dividende prioritaire est partiellement cumulatif. Ainsi, si les bénéfices d'un exercice ne permettent pas de le verser intégralement, la fraction non payée est reportée sur les exercices ultérieurs, avec ou sans limitation de durée.

***Droit au remboursement des actions.*** En cas de dissolution de la société, les ADP doivent être remboursées avant les actions ordinaires.

On constate donc que les droits pécuniaires conférés par les ADP priment les droits de tous les autres actionnaires. C'est pourquoi, cette catégorie d'actions est un instrument attractif d'investissement. Mais sa mise en place nécessite pour l'émetteur des calculs complexes. La contrepartie de ces droits pécuniaires est la suppression du droit de vote.

### b. La contrepartie : la suppression du droit de vote.

***Principe.*** Pour certains auteurs, les ADP ne sont pas à proprement parler des actions, puisqu'elles ne confèrent pas à leurs titulaires le droit le plus élémentaire de tout actionnaire, le droit de vote<sup>1</sup>. En cela, les ADP diffèrent des actions de priorité, qui peuvent aménager de nombreux avantages, sous réserve de préserver intact le droit de vote de leurs porteurs.

***Limites.*** Cette suppression du droit de vote n'est toutefois que conditionnelle. En effet, en vertu de ***l'article L 228-14 du Code de commerce***, si les dividendes

---

<sup>1</sup> Article L 228-12 al 3.

prioritaires dus au titre de trois exercices ne leur ont pas été intégralement versés, les titulaires des actions correspondantes acquièrent le droit de vote comme les actionnaires ordinaires et conservent ce droit jusqu'à l'expiration de l'exercice au cours duquel le dividende prioritaire aura été intégralement versé, y compris, le cas échéant, le dividende cumulatif dû au titre des exercices antérieurs à cette période.

Par ailleurs, à l'exception du droit de participer aux assemblées et de voter, les titulaires d'ADP bénéficient de tous les droits d'un actionnaire ordinaire, que ce soient les droits pécuniaires (droit aux superdividendes, droit aux réserves, droit au boni de liquidation) ou les droits non pécuniaires (droit de communication des documents sociaux, désignation d'un expert, mise en œuvre de la procédure d'alerte...)

La volonté du législateur semble donc d'avoir été de permettre aux sociétés de se financer en fonds propres auprès d'investisseurs tout en écartant ceux-ci de toute conduite des affaires sociales.

### **3. Fonctionnement des ADP.**

***Compétence de l'assemblée spéciale en cas de modification des droits.*** Les ADP étant une catégorie d'actions, toute modification des droits qui leur sont attachés doit être approuvée par les titulaires de ces actions réunis en assemblée spéciale (***article L 225-99 du Code de commerce***), comme c'est le cas pour les actions de priorité. Les règles de tenue de l'assemblée spéciale (quorum et majorité) sont alors les mêmes que celles étudiées précédemment pour les actions de priorité, avec les mêmes inconvénient de lourdeur, notamment quant au respect du quorum.

***Autres compétences de l'assemblée spéciale.*** Indépendamment de la modification des droits, la loi de 1978 a donné le droit aux titulaires d'ADP, exclus des assemblées générales, de formuler un avis avant toute décision de ces assemblées et de se faire représenter à celles-ci par un ou plusieurs mandataires chargés d'exposer leurs avis sur les questions soumises à l'assemblée (***article L 228-15 al 3 et 4 du Code de commerce***). Cet avis est même obligatoire dans certains cas<sup>1</sup>. L'exercice de ce droit implique, pour certains auteurs<sup>2</sup>, l'obligation de réunir une assemblée spéciale des titulaires d'ADP lors de toute assemblée, ordinaire ou extraordinaire, des actionnaires. Dans ce cas, aucun quorum n'est requis et la majorité simple suffit.

---

<sup>1</sup> *Artcile L 228-16* : En cas d'émission d'actions à souscrire en numéraire ou en cas d'attribution d'actions gratuites lorsque les actions nouvelles réservées aux titulaires d'ADP doivent, elles aussi, être des ADP.

<sup>2</sup> *Mémento Lefebvre, Sociétés commerciales*, 2002, n° 11289 ; *Lamy Sociétés commerciales*, 2001, n° 4253. Voir également, F-D. POITRINAL, *Le capital-investissement*, Guide juridique et fiscal, Galaxia éditions 1996, p. 82.

Les titulaires d'ADP disposent donc d'un moyen de faire connaître leur avis, qui, s'il ne compense pas la perte de droit de vote, atténue quelque peu leur absence des assemblées générales.

#### **4. Suppression des ADP.**

Les ADP peuvent, tout comme les actions de priorité, être rachetées par la société émettrice ou converties en actions ordinaires. Dans les deux cas, l'intervention de *l'assemblée générale extraordinaire* est là encore nécessaire pour approuver la modification de capital consécutive à l'opération.

##### **a. Le rachat par la société émettrice.**

**Conditions de rachat.** Le rachat n'est possible, en vertu de *l'article L 228-19 al 1 et 2 du Code de commerce*, que s'il a été prévu dans les statuts de la société avant l'émission des ADP<sup>1</sup>. De plus, le dividende prioritaire dû au titre de l'exercice écoulé et des exercices antérieurs doit avoir été intégralement versé. A cette occasion, on peut souligner la mauvaise rédaction de *l'article L 228-19 al 4*. En effet, cet article vise le dividende prioritaire « dû au titre des exercices antérieurs et de l'exercice en cours » ce qui, pris à la lettre, rendrait matériellement impossible le rachat des ADP puisque le dividende dû au titre de l'exercice en cours ne peut être payé qu'après la clôture de cet l'exercice. Il semble que le législateur ait voulu que le rachat des ADP n'intervienne qu'après paiement à leurs titulaires du dividende prioritaire auquel ils ont droit au cours de cette exercice, c'est-à-dire en pratique celui à prélever sur les résultats de l'exercice écoulé<sup>2</sup>.

**Modalités de rachat.** Le rachat s'effectue par voie de réduction du capital social, décidée en assemblée générale extraordinaire. Il doit porter sur la totalité des ADP, ou du moins, sur l'intégralité de celles ayant fait l'objet d'une même émission. Les actions ainsi rachetées devront être annulées par la société. La valeur de rachat est déterminée d'un commun accord entre l'émetteur et l'assemblée spéciale des titulaires d'ADP. En cas de désaccord, elle est fixée par un expert (*article L 228-19 al 3*). On constate ainsi que le législateur a clairement admis le recours à l'expert en cas de contestation de la valeur de rachat en matière d'ADP, alors que les incertitudes demeurent quant à cette possibilité en matière d'actions de priorité.

##### **b. La conversion en actions ordinaires.**

**Procédure.** La procédure de conversion est alignée sur celle prévue dans le cas de la conversion d'actions de priorité en actions ordinaires. Néanmoins, les

---

<sup>1</sup> Cette disposition résulte de la *loi n° 81-1162 du 30 décembre 1981*, qui a modifié le droit français pour le mettre en conformité avec la *deuxième directive européenne*. En effet, auparavant, la loi prévoyait la possibilité pour la société de se réserver, postérieurement à l'émission des ADP mais avec l'accord de l'assemblée spéciale des actionnaires concernés, une faculté de rachat de ces actions.

<sup>2</sup> *Mémento Lefèbvre, Sociétés commerciales*, 2002, n° 18226.

incertitudes qui existent en matière d'actions de priorité ont été levées par la loi en ce qui concerne les ADP. Ainsi, l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires ne statue qu'après rapport des *commissaires aux comptes (article L 228-12 al 4 du Code de commerce)*. D'autre part, les *titulaires de valeurs mobilières complexes* (OBSA, OCA, OEA) se prononcent sur cette conversion en assemblée générale statuant à la majorité des deux tiers. Le refus d'approbation de l'opération par ceux-ci rend donc la conversion impossible. Cette disposition se comprend facilement lorsque la conversion entraîne une augmentation ou une réduction de capital. En revanche, elle peut sembler superflue lorsque aucune modification de capital n'est consécutive à la conversion, puisqu'il n'y a alors pas de changement dans la répartition du capital. Néanmoins, le cas de la parité égale entre les ADP et les actions ordinaires est rare. De plus, si c'est le cas, on ne voit pas ce qui pousserait l'assemblée spéciale des titulaires de ces valeurs mobilières complexes à refuser la conversion, puisque le capital reste, par définition, inchangé.

**Détermination de la valeur de conversion.** Si la valeur des ADP est supérieure à celle des actions ordinaires, la conversion va entraîner l'émission d'un nombre supplémentaire d'actions ordinaires. Il y aura alors augmentation du capital. A l'inverse, si la valeur des ADP est inférieure à celle des actions ordinaires, le nombre d'actions ordinaires émis sera inférieur à celui des ADP. Il y aura donc réduction de capital. Néanmoins, afin d'éviter cette réduction automatique, il est possible de procéder à un échange en lieu et place de la conversion. Les ADP sont ainsi échangés contre des actions ordinaires, la différence de valeur étant compensée par une souste en espèces<sup>1</sup>.

**Nécessité d'une offre ?** La rédaction des *alinéas 4 et 5 de l'article L 228-12* soulève des difficultés d'interprétation. Cet article régit en effet à la fois la conversion d'ADP en actions ordinaires et la conversion d'actions ordinaires en ADP. D'où une certaine confusion des régimes. Il s'agit en fait de savoir s'il y a lieu, dans tous les cas, de faire une offre de conversion, ou si cette offre ne se fait que dans le cas d'une conversion d'actions ordinaires en ADP. Pour une partie de la doctrine, l'hypothèse de l'offre de conversion est réservée au seul cas de conversion d'actions ordinaires en ADP. En effet, d'une part, le terme « offre » implique la possibilité pour les bénéficiaires de l'offre de la décliner, ce qui aboutirait à permettre à chaque titulaire d'ADP de les conserver. A quoi sert alors de soumettre le projet de conversion à une assemblée spéciale si chaque titulaire peut individuellement le refuser ? D'autre part, l'offre doit être faite à tous les actionnaires, à l'exception des dirigeants sociaux. Cette exception n'a de sens qu'en cas de conversion d'actions ordinaires en ADP car, dans le cas contraire, par hypothèse, les dirigeants sociaux ne possèdent pas les ADP susceptibles d'être converties. En conséquence, la conversion des ADP en actions ordinaires ne fait pas l'objet d'une offre de conversion à chaque titulaire et seule l'assemblée spéciale est amenée à se prononcer, son approbation s'imposant à tous les porteurs.

---

<sup>1</sup> Pour un exemple d'un tel échange, voir l'offre publique d'échange « Essilor », vis *SBF n° 97-620 du 20 février 1997*.

Devant ces difficultés, nombreux sont les auteurs qui appellent de leurs vœux le législateur pour que celui-ci détermine clairement, dans chacun des cas, la procédure à suivre et les organes à consulter.

En conclusion, on constate que si le régime des ADP a été plus clairement encadré par le législateur que celui des actions de priorité, il n'en soulève pas moins certaines difficultés. Paradoxalement, c'est même parfois ce trop grand encadrement qu'on pourrait lui reprocher, notamment en matière de calcul du taux du premier dividende. Ce carcan législatif laisse peu de place à la liberté souvent recherchée par les émetteurs.

En pratique, on constate que le recours aux ADP, notamment par les sociétés cotées, est plus fréquent qu'en ce qui concerne les actions de priorité. Mais cette catégorie d'actions reste sous-utilisée au regard des besoins de financement des émetteurs.

## **C. Les autres catégories.**

### **1. Les certificats d'investissement.**

Les certificats d'investissement sont des valeurs mobilières issues du fractionnement d'actions et représentant les droits pécuniaires attachés à celles-ci. Leur régime, mis en place en 1983<sup>1</sup>, est fixé par les **articles L 228-30 à L 228-35 du Code de commerce**.

**Création.** Les certificats d'investissement sont créés à l'occasion d'une augmentation de capital. Les règles relatives aux émissions d'actions doivent être alors respectées. Ils ne peuvent représenter plus du quart du capital social.

**Droits.** Les certificats d'investissement sont représentatifs des droits pécuniaires attachés aux actions (**article L 228-30 al 1**). Leurs titulaires ont donc droit à toutes les sommes ou valeurs que l'assemblée générale des actionnaires décide de mettre en distribution (dividendes, réserves, primes d'émission...). Afin de préserver les droits des porteurs, la loi a pris un certain nombre de mesures en leur faveur lorsque la société procède à des opérations financières dans lesquelles les réserves sont prises en compte<sup>2</sup>. Dans la plupart des cas, les porteurs auront vocation à de nouveaux certificats d'investissement, au travers d'un droit préférentiel de souscription. L'existence de certificats d'investissement peut donc alourdir le fonctionnement de la société. Les certificats ne donnent pas, en revanche, le droit de participer aux assemblées générales et d'y voter. Ce droit est attaché à un autre titre, le certificat de droit de vote, la société ayant l'obligation de créer des certificats de droit de vote en nombre égal à celui des certificats d'investissement.

---

<sup>1</sup> Loi n° 83-1 du 3 janvier 1983, soit la même loi que celle ayant largement assoupli le régime des ADP.

<sup>2</sup> Distribution gratuite d'actions, augmentation de capital par apport en numéraire, par incorporation de réserves ou émission de valeurs mobilières composées.

**Fonctionnement.** Les titulaires de certificats d'investissement ne doivent être réunis en assemblée qu'en vue de statuer sur la renonciation à leur droit préférentiel de souscription à de nouveaux certificats créés à l'occasion des opérations précédemment citées. Il ne s'agit donc que de cas exceptionnels. Aucune forme de représentation collective n'étant prévue par la loi, les porteurs n'ont, en principe, que des rapports individuels avec la société émettrice.

**Suppression.** En vertu de *l'article L 228-30 al 6*, le simple fait pour une personne d'être titulaire à la fois d'un certificat d'investissement et d'un certificat de droit de vote entraîne de plein le remplacement de ces certificats par une action. C'est pourquoi la création de certificats d'investissement n'est aujourd'hui plus possible par fractionnement d'actions existantes. En effet, les actions démembrées seraient immédiatement reconstituées en application du principe de l'article L 228-30 al 6<sup>1</sup>. Dans certains cas, la loi prévoit même la possibilité pour une société cotée d'imposer cette reconstitution (*article L 228-31*)<sup>2</sup>.

En conclusion, les certificats d'investissement constituent, au même titre que les actions de priorité et les ADP, un produit financier permettant à l'émetteur de faire appel à des capitaux extérieurs sans que les investisseurs puissent avoir une influence sur le contrôle de la société. Leur intérêt est néanmoins très réduit pour les investisseurs potentiels. Ils suppriment le droit de vote sans pour autant conférer des droits pécuniaires plus avantageux. Certes, certaines sociétés ont profité des silences de la loi pour adapter les certificats émis à leurs besoins. Ont ainsi été créés les « certificats d'investissement privilégiés », avec dividende prioritaire<sup>3</sup>, dont le mécanisme se rapproche de celui des ADP. Mais le peu de flexibilité qu'offre ce type de titres les rend peu attractifs au regard des investisseurs.

De plus, dans le silence des textes, la doctrine se demande s'il convient de faire application des textes relatifs aux actions lorsqu'un problème se pose en matière de certificats d'investissement. Pour beaucoup, la réponse est négative, les certificats d'investissement constituant une nouvelle catégorie de titres à part entière. Reste alors à savoir quelles règles les tribunaux dégageront en la matière.

En pratique, les certificats d'investissement n'ont pas connu un grand développement. Le législateur semble même les avoir lui-même condamnés en prévoyant la reconstitution immédiate et automatique des actions. Ils ne constituent donc pas un instrument approprié aux besoins actuels des émetteurs.

---

<sup>1</sup> Voir J-P BERTREL et M. JEANTIN, *Droit de l'ingénierie financière*, Litec, n° 40.

<sup>2</sup> Issu de la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998. Procédure de rachat par la société cotée des certificats de droit de vote existants en vue de les attribuer gratuitement aux titulaires de certificats d'investissement et de reconstituer ainsi les actions entre les mains de ces derniers.

<sup>3</sup> P. VELAS, *Les certificats d'investissement privilégiés*, Revue des Sociétés, 1985, p. 809 et s.

## 2. Les titres participatifs.

**Création.** Mis en place eux aussi par la loi de 1983, les titres participatifs diffèrent des catégories précédemment évoquées en ce qu'ils sont réservés aux *sociétés par actions relevant du secteur public, aux sociétés anonymes coopératives, aux mutuelles et aux institutions de prévoyance*. Leur but est néanmoins le même : permettre à ces sociétés de se financer en fonds propres auprès du public. Les titres participatifs confèrent à leurs souscripteurs un droit de créance collectif à long terme sur le patrimoine de l'émetteur.

**Droits.** Les titres participatifs donnent droit à une rémunération en partie fixe et en partie variable, calculée par référence à de éléments relatifs à l'activité ou aux résultats de la société. En revanche, les porteurs n'ont pas de droit de vote aux assemblées générales. En cela, leur situation est proche de celles des obligataires. Pour les émetteurs, leur mise en place entraîne un coût non négligeable lié aux frais engendrés par les méthodes complexes de comptabilisation.

**Fonctionnement.** Les porteurs sont groupés en une masse, qui se réunit au moins une fois par an.

**Suppression.** La société peut supprimer les titres par voie de rachat, de remboursement ou d'échange contre des actions.

En pratique, les titres participatifs se voient reprocher une trop faible liquidité, les souscripteurs d'origine se gardant bien de les céder aux vues des rendements offerts. Ce compartiment de la cote n'est d'autre part plus alimenté par de nouvelles introductions. Le marché des titres participatifs ne représente à l'heure actuelle que 0,5 % des transactions obligataires du marché parisien.

En conclusion, les titres participatifs ont vocation à fournir les mêmes possibilités d'investissement aux sociétés du secteur public que les actions de priorité, les ADP ou les certificats d'investissement aux sociétés du secteur privé. En les incluant dans leur projet de réforme, le MEDEF tient donc à aplanir les différences existant entre les secteurs public et privé en créant, pour toutes les sociétés, une même catégorie d'actions.

On remarque au final que l'ensemble de ces instruments financiers n'a pas connu le succès escompté, particulièrement auprès des *sociétés cotées*<sup>1</sup>, qui éprouvent pourtant de plus en plus la nécessité de dissocier pouvoir de direction et détention du capital pour se financer en fonds propre sans encourir un changement de contrôle. C'est pourquoi les émetteurs se sont progressivement tournés vers les modèles américains pour y trouver des produits mieux adaptés à leurs besoins.

---

<sup>1</sup> J-P. BERTREL, *Ingénierie juridique : comment dissocier le pouvoir et la détention du capital dans une société ?*, Droit & Patrimoine septembre 2001, p.34.

## **II. L'attraction grandissante des modèles américains.**

Cette attraction se manifeste à plusieurs niveaux. Dans un premier temps, de nombreuses sociétés françaises ont procédé à des émissions de titres sur le marché boursier américain afin d'avoir accès aux instruments financiers qu'il propose. Mais une telle émission est complexe et coûteuse (mise en conformité avec les règles comptables américaines, discussion avec la SEC,...) et les produits mis en place sont réservés au marché américain et ne peuvent être utilisés en France.

C'est pourquoi, dans un deuxième temps, sont apparus en France des produits inspirés du droit américain. Tel est le cas en particulier des actions traçantes. Ces pratiques nécessitent toutefois une adaptation des modèles étrangers aux spécificités du droit français, adaptation qui se révèle insatisfaisante, preuve encore une fois de la nécessité d'une modernisation des valeurs mobilières françaises.

Mais les modèles américains n'influencent pas seulement la pratique. Ils constituent aussi parfois une source d'inspiration législative. Ainsi, le MEDEF, en posant les bases d'une nouvelle catégorie d'actions, s'inspire largement des *preferred shares*, catégorie bien connue du droit américain.

L'intérêt que suscitent les modèles américains en France se constate donc dans la pratique (A), puis, lorsque l'adaptation se révèle insuffisante, dans le droit lui-même (B). Il s'agit ici d'étudier ces deux cas.

### **A. L'introduction en France des actions traçantes.**

L'action traçante est également appelée en France « action reflet » car elle a pour caractéristique principale *de refléter les résultats d'une activité particulière d'une entreprise*, que cette activité soit logée dans une structure juridique indépendante ou non. Ainsi, le dividende de l'action traçante suivra les performances de cette activité, diminuant ou augmentant en fonction de la baisse ou de la hausse de résultat produit par l'activité reflétée.

#### **1. Un instrument inspiré du modèle américain des *tracking stocks*.**

Les *tracking stocks* sont apparues aux Etats-Unis en 1984 lors de l'acquisition d'Electronic Data Systems par General Motors. Aujourd'hui, plus d'une quarantaine de sociétés américaines cotées y ont eu recours<sup>1</sup>. De tels titres n'ayant été émis dans aucun autre pays, le marché américain offre donc un produit unique, qui n'est pas concurrencé à ce jour, et qui bénéficie d'un intérêt médiatique indéniable.

---

<sup>1</sup> Parmi elles, on peut citer notamment : Ziff-Davis, Circuit City Stores, CMS Energy Corporation, Donaldson Lufkin & Jenrette, AT&T, UPS, ou Sprint. On remarque ainsi que les *tracking stocks* intéressent autant les émetteurs traditionnels que les sociétés de la nouvelle économie.



### **a. Les caractéristiques des *tracking stocks*.**

**Souplesse.** Emis sur le fondement du droit du Delaware, les *tracking stocks* constituent un produit avant tout contractuel. L'émetteur bénéficie ainsi d'une grande flexibilité, caractère récurrent du droit financier américain<sup>1</sup>. Dans la grande majorité des cas, seule une partie de l'activité tracée est émise sous forme de *tracking stocks* (environ 20 %), le reste de l'activité n'étant pas mise sur le marché. La particularité des *tracking stocks* se retrouve dans les droits financiers qui leur sont attachés.

**Droits financiers.** Les dividendes auxquels donnent droit les *tracking stocks* suivent les performances de l'activité tracée. En théorie, aucun dividende spécifique n'est prévu et l'affectation des dividendes est laissée à l'entière discrétion du conseil d'administration. Néanmoins, en pratique, l'émetteur détermine à l'avance la formule de calcul du dividende ou prévoit l'attribution d'un dividende prioritaire. La logique du porteur de *tracking stocks* est donc la même que celle de tout investisseur financier. Il parie sur ses chances de plus-values et considère que celles-ci sont plus grande avec une action dont le cours reflètera les performances d'un segment de l'activité d'une société qu'avec des actions reflétant les performances de l'ensemble des activités de la même entreprise.

**Droit de vote.** L'émetteur de *tracking stocks* a le choix entre maintenir ou supprimer les droits de vote des porteurs. Le nombre de droits de vote attachés à l'action peut également évoluer en fonction de la part de l'activité tracée dans l'activité d'ensemble.

**Disparition.** La souplesse du droit américain laisse de nombreuses possibilités à l'émetteur. Ainsi, celui-ci peut racheter puis annuler les titres, notamment par le biais de mécanisme de retrait (*squeeze out*); convertir les titres en actions ordinaires; céder l'activité sur laquelle les titres sont basés et distribuer un dividende aux porteurs.

### **b. Les objectifs des émetteurs.**

L'émission de *tracking stocks* permet d'indexer les droits financiers d'une catégorie d'actions sur les performances d'une activité particulière de l'entreprise, sans que l'émetteur perde la maîtrise et la propriété de cette activité. Cela revient donc à filialiser une activité en obtenant les avantages d'une telle opération sans subir les inconvénients attachés à une véritable filialisation. Il y a un découplage des effets économiques et de la réalité juridique<sup>2</sup>.

L'émetteur peut, par le biais des *tracking stocks*, faire appel à une population d'investisseurs intéressés par une segmentation spécifique de l'activité. En cela, ce type de titres représente un moyen de financement intéressant.

---

<sup>1</sup> Souligné notamment par le rapport de la COB datant de juillet 2000, *L'introduction en France d'actions traçantes*.

<sup>2</sup> A. VIANDIER, *Les actions reflet*, RJDA 2001, Chronique p. 3 s.

## **2. La version française des actions traçantes : une réussite en demi teinte.**

L'apparition des actions reflet en France est, pour certains auteurs<sup>1</sup>, le signe que malgré un environnement défavorable tenant à la rigidité et à la désuétude du droit français des sociétés, il est encore possible, sans la facilité d'une intervention législative, de créer de nouveaux instruments financiers. Force est pourtant de constater que le succès rencontré a été de courte durée. La société Alcatel a certes été la première en Europe à émettre, en octobre 2000, des actions traçantes reflétant la performance économique de la division Optronics ; mais cette expérience n'a pas été renouvelée ultérieurement par d'autres grandes sociétés françaises. Cet échec est principalement dû aux obstacles rencontrés dans la nécessaire adaptation d'un modèle américain aux spécificités du droit français, obstacles qui ont rendus impossible une transposition pure et simple.

**Choix de l'instrument et conséquences.** Il faut garder à l'esprit que le porteur d'actions reflet est actionnaire de la société émettrice et non de l'activité sur les performances de laquelle ses droits financiers sont indexés, activité qui peut être ou non pourvue de personnalité juridique. A partir de cette règle de base, deux instruments apparaissent immédiatement comme pouvant constituer le pilier français des actions traçantes : *les actions de priorité*, d'une part et les *ADP* d'autre part. C'est dans l'un de ces deux moules offerts par le Code de commerce que se coule l'action reflet. En conséquence, on retrouve invariablement les problèmes évoqués plus haut concernant ces deux catégories d'actions. Sans revenir dans le détail sur ces difficultés, quelques obstacles majeurs peuvent ainsi être cités.

**Création.** Le choix se réduit dès le départ pour l'émetteur en cas de préexistence de porteurs d'OCA, OEA ou OBSA. Il lui est en effet impossible en pratique d'émettre des actions de priorité, sauf à obtenir l'accord unanime de ces porteurs. Les ADP constituent donc dans ce cas le seul instrument envisageable. En outre, que la voie choisie soit celle des actions de priorité ou des ADP, l'incertitude quant au respect ou non de la procédure des avantages particuliers est toujours pesante dans la procédure de création.

**Droits.** L'assiette du dividende réside dans les bénéfices réalisés dans le cadre de l'une des activités sociales, activité de l'émetteur ou de l'une de ses filiales. Dans ce contexte, les stipulations statutaires qui aménagent le dividende des actions sectorielles doivent être rédigées avec précision afin d'éviter les contentieux ultérieurs<sup>2</sup>. Mais, en réalité, le principal intérêt des *tracking stocks* ne peut être reproduit en droit français. En effet, le droit des sociétés, tel qu'il est conçu actuellement, interdit à une société d'émettre des actions sans droit de vote *et* sans dividende prioritaire ou à droit de vote variable. La suppression ou non du droit de vote dépend de l'instrument financier utilisé. Si elle veut supprimer le droit de vote, la société doit alors obligatoirement utiliser les ADP. Mais elle devra dans

---

<sup>1</sup> A. VIANDIER, *Les actions reflet*, RJDA 2001, Chronique p. 3 s.

<sup>2</sup> T BONNEAU, *De quelques stipulations affectant le dividende des actions sectorielles*, Revue de droit bancaire et financier, mai-juin 2000, p 151.

ce cas accorder aux porteurs le dividende prioritaire qui va avec. Aucune combinaison des deux régimes des actions de priorité et des ADP n'est donc possible.

**Suppression.** Le groupe de travail mis en place par la COB<sup>1</sup> a mis l'accent sur l'importance des facultés de sortie des porteurs de *tracking stocks* en droit américain. En France, ces facultés se heurtent aux limites qui existent en matière d'actions de priorité et d'ADP. A ces limites traditionnelles étudiées plus haut se rajoutent quelques difficultés spécifiques aux actions reflet. En premier lieu, le droit français interdit la transformation d'actions en obligations. Les actions traçantes ne pourront donc suivre que les voies classiques du remboursement, du rachat en vue d'annulation ou de la conversion en actions ordinaires. Dans tous les cas, les auteurs soulignent l'impossibilité pour l'émetteur de prédéterminer l'ensemble des modalités financières. La société ne peut savoir à l'avance si la conversion emportera nécessairement augmentation ou réduction du capital. Elle peut donc seulement prédéterminer les modalités financières de la disparition du privilège financier, mais sans décision préalable sur les variations éventuelles du capital. Par ailleurs, dans l'hypothèse d'une conversion des actions reflet en actions ordinaires, il aurait été intéressant de pouvoir organiser l'accès au capital de l'activité tracée<sup>2</sup>. Les actions reflet auraient alors été converties en actions ordinaires de la filiale qui abrite l'activité tracée. Mais cette hypothèse soulève pour la COB des difficultés au regard du droit des sociétés. **L'article L 228-93 du Code de commerce** ne prévoit, en effet, que l'émission de titres de capital de la mère. S'il est ainsi possible actuellement pour une filiale d'émettre des valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de capital de la mère, en revanche l'inverse n'est pas légalement prévue.

La pratique montre donc les limites d'une adaptation quelque peu « sauvage » d'un modèle étranger. Le droit doit venir soutenir la pratique en offrant aux sociétés françaises les moyens légaux de se doter d'instruments performants sans lorgner du côté de l'étranger. C'est dans ce cadre que s'inscrit l'influence de la catégorie des *preferred shares* sur le projet des actions de préférence du MEDEF.

## **B. L'influence des *preferred shares*.**

### **1. Présentation du système américain.**

***Common shares et preferred shares.*** En droit américain, comme en droit français, les actions (*shares*) peuvent être divisées en catégories (*classes of shares*). Ce sont les statuts (*articles of incorporation*) qui déterminent les catégories d'actions que la société est en droit d'émettre.

---

<sup>1</sup> Rapport COB, juillet 2000, *L'introduction en France d'actions traçantes*.

<sup>2</sup> Cette hypothèse n'est bien sûr envisageable que lorsque l'activité tracée s'exerce dans une structure juridique autonome ayant la personnalité juridique.

Lorsqu'il n'existe qu'une seule catégorie d'actions, celle-ci est considérée comme la catégorie des actions ordinaires (*common shares*). Aux actions ordinaires sont attachés les droits classiques, c'est-à-dire à la fois les droits financiers de tout actionnaire au cours de la vie de la société et lors de sa liquidation (*dividends rights* et *liquidation rights in net assets*) et les droits politiques (*voting rights*).

Lorsque les statuts autorisent l'émission de différentes catégories d'actions, ils doivent déterminer la dénomination, les droits et les limites attachés à chacune de ces catégories. Dans tous les cas, si ces catégories d'actions donnent à leurs porteurs une priorité sur les dividendes ou le boni de liquidation, elles seront appelées *preferred shares*. A l'intérieur de la catégorie des *preferred shares*, les statuts peuvent distinguer des sous-catégories (*series of shares*). Les *preferred shares* peuvent donc être classées selon la part de dividende auxquelles elles donnent droit ou encore selon leur conversion ultérieure en actions d'une autre catégorie.

***Droits conférés par les preferred shares.*** Les droits conférés par les *preferred shares* sont laissés à la discrétion de la société qui les fixe dans les statuts. Il s'agit en général d'un droit de priorité sur le premier dividende. Pour les porteurs, c'est un investissement sûr car le dividende peut être prédéterminé lors de l'émission. Par ailleurs, ce dividende peut être cumulatif ou non cumulatif, et se combiner ou non avec un droit sur les dividendes ordinaires calculés après attribution du premier dividende. Il peut aussi s'agir d'un droit de priorité sur le boni de liquidation en cas de dissolution de la société. Le droit de vote attaché aux *preferred shares* peut être librement aménagé ou supprimé. Cela permet de répondre à l'attente des investisseurs qui sont davantage intéressés par le rendement que peuvent leur procurer ces actions que par l'exercice du droit de vote. Quant aux actionnaires fondateurs de la société, ils y trouvent leur intérêt puisqu'ils bénéficient de capitaux tout en conservant le contrôle de la société.

***Suppression des preferred shares.*** Les *preferred shares* peuvent être stipulées dès l'origine rachetables par l'émetteur en vue de leur annulation (*redeemable*) ou convertibles en actions ordinaires ou en une autre catégorie de *preferred shares*. L'émetteur dispose donc de la possibilité de « rappeler » à tout moment les actions qu'il a émises. Il en garde ainsi une parfaite maîtrise.

## **2. Comparaison avec le système français.**

***Les statuts, pilier du système américain.*** On remarque que ce sont les statuts, et non la loi, qui constituent le pilier du système des *preferred shares*. Ce sont eux qui déterminent la possibilité de création, les avantages accordés, le fonctionnement et la suppression de ces actions. En comparaison du système français, très rigide, le système américain est très libéral, puisque les statuts sont rédigés par l'émetteur en fonction de ses besoins.

***Les modulations du droit de vote.*** Il est tout à fait loisible à la société de supprimer ou d'aménager le droit de vote, en marge des droits pécuniaires qui sont conférés aux porteurs de *preferred shares*. Le système américain permet donc

de faire ce que justement le droit français interdit : moduler le droit de vote sans pour autant imposer un régime légal comme celui des ADP. Il constitue donc un mixte entre les régimes français des actions de priorité et des ADP.

***Les modalités de gestion.*** Enfin, les possibilités offertes à l'émetteur pour supprimer les *preferred shares* ultérieurement rendent attractive leur utilisation. Que ce soit dans le cadre du rachat ou de la conversion, les modalités financières de la disparition des *preferred shares* sont clairement fixées dès le départ dans les statuts. Quant aux possibilités de conversions, elles se révèlent très étendues. Les *preferred shares* peuvent être converties en actions ordinaires ou en actions d'une autre catégorie. Elles peuvent également être converties en un nombre d'actions ordinaires variable dans les conditions fixées lors de l'émission.

En conclusion, on s'aperçoit donc que le régime américain est extrêmement souple au regard du régime français. C'est cette souplesse que le MEDEF a voulu garder à l'esprit dans son projet de création d'une nouvelle catégorie d'actions en France.

## **PARTIE II. LES PROPOSITIONS DE MODERNISATION : LA CREATION D'UNE NOUVELLE CATEGORIE D' ACTIONS, LES ACTIONS DE PREFERENCE.**

---

**Présentation générale.** Les maîtres mots des propositions de modernisation sont sans conteste la *souplesse* et la *liberté*. En fusionnant les diverses catégories intermédiaires d'actions existantes en une seule et unique, l'ambition du MEDEF est de dessiner les contours d'un instrument attractif, tout en laissant aux émetteurs le soin de moduler cet instrument en fonction de leurs besoins. Le corollaire nécessaire à cette souplesse est la protection des différents acteurs, qu'il s'agisse des actionnaires « ordinaires », des porteurs de la nouvelle catégorie d'actions, des titulaires de valeurs mobilières complexes (OBSA, OCA ou OEA) existant antérieurement ou des créanciers. Mais créer une nouvelle catégorie d'actions, en s'inspirant à la fois des catégories actuelles et des modèles américains, ne gomme pas, comme par magie, toutes les incertitudes. Celles-ci peuvent, dans une certaine mesure, être indirectement « intégrées » dans le nouveau régime. Il s'agit donc de voir comment le projet les résout.

Deux projets ont été élaborés par le MEDEF. Leur contenu est le même. Seul le texte de base sur lequel ils s'appuient diffère. En effet, le premier est un projet complet et autonome qui instaure la catégorie des actions de préférence en modifiant les textes actuels du Code de commerce. Le second, plus optimiste dans le temps, procède par voie d'amendement au projet de loi portant diverses dispositions d'ordre économique et financier (DDOEF) devant introduire le second volet de la réforme du régime des émissions des titres de capital proposée par le CNPF en 1993<sup>1</sup>. Il complète ainsi les modifications des articles du Code envisagées par le projet de loi DDOEF. Etant donné la rapidité avec laquelle le gouvernement prend en compte les propositions de modernisation législative du MEDEF et l'ampleur de la réforme envisagée – il s'agit tout de même de bouleverser le régime actuel des titres intermédiaires – la première hypothèse paraît à ce jour la plus probable. Nous étudierons donc l'impact des modifications proposées sur le droit positif, tout en faisant parfois le parallèle avec le projet DDOEF afin d'avoir une vue globale sur le régime des titres intermédiaires qui serait mis en place à l'issue de toutes ces réformes<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Voir l'article 29 du projet DDOEF, adopté en deuxième lecture par le Sénat le 10 octobre 2001.

<sup>2</sup> Chronologiquement, les événements devraient se passer ainsi : modification des articles du Code de commerce par le projet DDOEF puis, éventuellement, prise en compte des propositions du MEDEF quant à la création d'actions de préférence par le législateur et dépôt d'un projet de loi s'en inspirant. Il n'est donc pas tout à fait exact de se baser dans cette étude sur un droit positif qui ne sera plus le même le jour où l'introduction des actions de préférence dans notre droit pourrait se faire. Néanmoins, le projet DDOEF n'étant encore qu'un « projet de loi », il était impossible de prendre en compte les modifications du Code qui en découlent dans notre étude sur les actions de préférence. C'est pourquoi, nous avons envisagé principalement les conséquences de la création des actions de préférence sur le droit actuel, tout en essayant au mieux d'indiquer, quant on se trouve en leur présence, les évolutions que pourrait subir ce droit avec le projet DDOEF. C'est d'ailleurs également le choix qu'a fait le MEDEF lui-même dans la présentation de ses propositions.

Dans les développements qui suivent, le « rapport » ou les « propositions » du MEDEF font référence au document explicatif publié par le MEDEF pour appuyer les réformes proposées, tandis que le « projet » du MEDEF et les articles cités en italique font référence aux modifications du Code de commerce proposées en Annexe de ce document. Par ailleurs, les articles du Code de commerce auxquels il est fait référence sont, sauf précision contraire, les articles modifiés par le projet.

***Place des nouvelles dispositions dans le Code de commerce.*** Le projet propose de modifier considérablement le Chapitre VIII – *Des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions* du Titre II – *Dispositions particulières aux diverses sociétés commerciales* du Livre II – *Des sociétés commerciales et des GIE* du Code de commerce.

*Article 1 du projet:*

*Sont abrogés pour l'avenir les articles L 228-11, 12, 13, 14, 15, 16, 17, 18, 19 et 20 ainsi que les actuelles sections III et IV du Code de commerce.*

*La section V du Chapitre VIII du Titre II du Livre II du Code de commerce devient la section IV. Il n'existe plus de section V.*

*Article 2 du projet :*

*Une section III nouvelle intitulée : Des actions de préférence est créée.*

Le MEDEF propose ici de supprimer les catégories d'actions précédemment étudiées et dont les régimes stricts comportent aujourd'hui trop d'incertitudes.

Dans ce cadre, disparaîtraient :

- les actions de priorité (***L 228-11 actuel***) ;
- les ADP (***L 228-11 à L 228-20 actuels***) ;
- les certificats d'investissement (***section III actuelle***) ;
- les titres participatifs (***section IV actuelle***).

Le Chapitre VIII du Titre II du Livre II du Code de commerce se diviserait donc ainsi :

- ***Section I*** – Dispositions communes aux valeurs mobilières.
  - Articles L 228-1 à L 228-6.
- ***Section II*** – Des actions.
  - Articles L 228-7 à L 228-10.
  - Articles L 228-21 à L 228-29.
- ***Section III*** – Des actions de préférence.
  - Articles L 228-30 à L 228-37-6.

- **Section IV** – Des obligations.
  - Articles L 228-38 à L 228-90<sup>1</sup>.
- **Section V** – Des autres valeurs mobilières donnant droit à l’attribution de titres représentant une quotité du capital.
  - Articles L 228-91 à L 228-97<sup>2</sup>.

Ce nouveau découpage reflète la nouvelle division des valeurs mobilières. Les actions de préférence sont donc bien une catégorie intermédiaire, qui se situe aux carrefours des actions et des obligations. Leur caractère hybride se retrouve d’ailleurs tout au long de l’étude de leur régime. Toutefois, ce nouveau découpage ne serait valable que pour l’avenir, les titres émis antérieurement subsistant et gardant leur pleine valeur juridique.

Pour détailler les dispositions concernant les actions de préférence, il est intéressant d’utiliser le même plan que celui qui est proposé dans le rapport du MEDEF. Ce plan traduit bien, en effet, à la fois la souplesse qui se dégage des caractéristiques de la nouvelle catégorie d’actions (I), et le partage qui est fait entre liberté de l’émetteur et protection des porteurs dans le régime mis en place (II).

---

<sup>1</sup> De manière anecdotique, on peut regretter le manque de cohérence de la numérotation du Code de commerce, une fois le projet intégré. En effet, on passe directement, dans la section II, de l’article L 228-10 à l’article L 228-21 et on voit apparaître dans la section III des articles L 228-37-1 à L 228-37-6, faute de pouvoir créer des articles L 228-38 et suivants, qui existent déjà dans la section IV par ailleurs inchangée. Gageons que tout cela ne rendra pas la numérotation du Code, au demeurant déjà suffisamment complexe pour embrouiller les juristes les plus avertis, d’une logique plus abordable...(d’autant que le projet DDOEF risque d’avoir déjà rajouter des articles...)

<sup>2</sup> A cet égard, l’affirmation de l’article 1 selon laquelle il n’existe plus de section V semble fausse. Si la section V devient la section IV, la section VI, qui n’est pas abrogée, devient bien la section V. Le projet DDOEF prévoit d’ailleurs de modifier considérablement cette section, mais il ne la fait pas disparaître. Nous avons donc choisi de la garder dans notre énumération.



## **I. La principale caractéristique des actions de préférence : la recherche de la souplesse.**

Cette souplesse se dégage en filigrane tant aux travers de l'étude du contenu des actions de préférence, c'est-à-dire des avantages qu'elles procurent (A), qu'aux travers de la gestion que peut en faire la société, c'est-à-dire de leur mode de suppression (B).

### **A. La souplesse dans le contenu.**

#### Article L 228-30 :

*Lors de la constitution de la société ou au cours de son existence, il peut être créé des actions de préférence à titre temporaire ou permanent, avec ou sans droit de vote, jouissant de droits particuliers de toute nature.*

*Le contrat d'émission, ou les statuts, définissent les droits particuliers attachés aux actions de préférence.*

#### Article L 228-37 :

*Le contrat d'émission, les statuts ou le conseil d'administration de la société déterminent les modalités d'attribution du dividende en actions.*

#### Article L 228-32 :

*Le droit de vote peut être supprimé ou aménagé pour un délai déterminé ou déterminable.*

*Les actions de préférence sans droit de vote ne peuvent dépasser de la moitié du capital social.*

#### Article 7 du projet:

*Le début de la première phrase du premier alinéa de l'article L 225-122 est complété comme suit :*

*« sous réserve des dispositions des articles L 225-10, L 225-13, L 225-24, L 225-125, L 225-128 et L 228-30 et suivants ».*

**Liberté contractuelle.** Une grande place est laissée à la liberté contractuelle puisque c'est soit le *contrat d'émission* entre la société et les acquéreurs des actions, soit les *statuts* – c'est-à-dire le contrat entre les associés – qui définit les caractéristiques des actions de préférence. Celles-ci peuvent, par ce biais, être adaptées par l'émetteur à ses propres attentes. On verra que le contrat ou les statuts constitue en quelque sorte le pilier du système, puisque le projet s'y réfère souvent<sup>1</sup>. A cet égard, le choix qui est laissé par le projet à l'émetteur appelle quelques remarques préliminaires.

On constate en effet qu'actuellement, c'est en grande partie le *contrat d'émission* qui contient les dispositions relatives aux actions de priorité, aux ADP, aux certificats d'investissement et aux titres participatifs. Ce choix peut se comprendre. En effet, d'une part, la société ne peut pas toujours anticiper, lors de

---

<sup>1</sup> L'influence des *preferred shares* a sans doute ici été déterminante.

sa création, les besoins qui seront les siens en matière de trésorerie durant son existence future. Elle ne fait alors que poser les principes du recours à de tels instruments, se réservant la possibilité d'en fixer les détails dans les contrats d'émission ultérieurs. D'autre part, il faut garder à l'esprit que l'émission d'une catégorie d'actions est souvent le fruit de discussion avec le ou les investisseurs potentiels qui acceptent de financer les besoins en fonds propres de la société. Le contrat d'émission est alors le résultat d'un compromis. Il est donc important, pour attirer des investisseurs, que toutes les modalités n'aient pas déjà été préalablement déterminées par la société dans ses statuts, afin de lui laisser une marge de négociation.

En matière d'actions de préférence, le projet a pourtant préféré laisser à l'émetteur le choix de *l'instrumentum*. Pour appuyer le choix du *contrat d'émission*, on retrouve les arguments précédemment exposés. Le choix du contrat semble plus intéressant pour l'émetteur car il est plus souple. Chaque émission peut ainsi donner lieu à un nouveau contrat contenant des dispositions différentes sur les points laissés libres par la loi. Les statuts, au contraire, rendent les choix de l'émetteur plus rigides, leur modification étant soumise à une procédure plus lourde. Pour autant, le choix des *statuts* peut parfois offrir certaines garanties à l'investisseur. En effet, pour l'investisseur qui souscrit des actions de préférence, l'utilisation des statuts lui donne l'assurance que toutes les actions de préférence ultérieurement émises obéiront aux mêmes règles. Il n'encourt ainsi pas le risque, si la société, quelques années après l'émission des actions de préférence, veut renouveler l'expérience avec d'autres investisseurs, de voir ces derniers bénéficier d'avantages plus intéressants que ceux qui lui ont été accordés. Il semble donc en définitive que le choix du recours aux statuts ou au contrat d'émission sera le résultat d'un accord entre les différents acteurs.

Cependant, c'est en réalité aux vues de chacune des dispositions concernant les actions de préférence qu'il conviendra de s'interroger sur l'utilisation du contrat ou des statuts pour les y introduire. Car c'est en fait la nature même de ces dispositions qui déterminent leur place. Ainsi, si certaines d'entre elles peuvent à loisir figurer, au choix des protagonistes, dans les statuts ou dans le contrat d'émission, d'autres ont, par essence, une place qui leur est assignée, et force est de constater que celle-ci se trouve le plus souvent dans les statuts.

***Les avantages conférés par les actions de préférence : une combinaison des possibilités offertes par les différentes catégories existantes.*** L'éventail des avantages qui peuvent être attribués aux porteurs d'actions de préférence se présente comme un « melting pot » des possibilités offertes par les quatre catégories d'actions supprimées. De ce fait, si la pléthore d'avantages qui peuvent être conférés par le biais d'actions de préférence rappelle sans aucun doute les caractéristiques des actions de priorité, les aménagements du droit de vote sont, quand à eux, directement inspirés des ADP et des certificats d'investissement. Enfin, la suppression par le projet du régime des titres participatifs indique que les actions de préférence peuvent être utilisées aussi bien dans les sociétés du secteur public que dans celles du secteur privé. Le MEDEF, en extrayant des actions de priorité, des ADP et des certificats d'investissement la substance la plus

intéressante, tout en levant le doute sur certaines grandes incertitudes de ces régimes, créé ainsi une catégorie d'actions au contenu très souple et modulable selon les divers besoins de l'émetteur. C'est en cela principalement que le projet s'inspire des *preferred shares* du droit américain.

### **1. Un vaste panel d'avantages.**

Les actions de préférence sont des titres conférant à leurs porteurs des *droits particuliers*. Le rapport du MEDEF parle « d'avantages particuliers », ce qui peut être gênant car cela risque d'introduire une confusion dans les esprits entre la catégorie nouvelle des actions de préférence et les avantages particuliers, simples privilèges que la loi permet d'accorder à certains actionnaires. Mieux vaut donc s'en tenir aux termes mêmes de *l'article L 228-30 du Code de commerce* qui parle de « droits particuliers ». Ces droits peuvent être prévus pour une durée limitée, ce qui leur confère le caractère de véritables instruments de financement à court, moyen ou long terme de la société. Lorsqu'elles sont créées à titre temporaire, les actions de préférence peuvent donc être supprimées par la société selon des modalités prédéterminées par le contrat d'émission ou les statuts. Cette possibilité en fait un instrument très flexible<sup>1</sup>.

Les dispositions nouvelles restent volontairement évasives sur les types de droits qui peuvent être attribués aux porteurs d'actions de préférence. Ceux-ci peuvent donc être financiers ou non financiers. En cela, la nouvelle catégorie d'actions se rapproche des actuelles actions de priorité. Seules ces dernières laissent en effet un large éventail de possibilités à l'émetteur. Les ADP, certificats d'investissement et autres titres participatifs se contentent, quant à eux, d'aménager les droits pécuniaires de leurs titulaires. Les exemples donnés dans le rapport du MEDEF rappellent d'ailleurs les différents droits qui existent en matière d'actions de priorité.

#### **a. Les droits pécuniaires.**

**Exemples.** Le rapport du MEDEF donne un certain nombre d'exemples, dont la liste n'est pas limitative.

- Paiement d'un *dividende* précipitaire et/ou<sup>2</sup> cumulatif, fixe et déterminé lors de l'émission mais susceptible de varier selon des formules préfixées, à condition qu'il y ait des résultats ;
- Droit au *boni de liquidation*, ce qui, souligne le projet, est intéressant dans le cadre de certaines sociétés d'investissement appelées à être liquidées dans un avenir proche ;
- *Attribution d'actions de préférence* en cas d'émissions gratuites ;

---

<sup>1</sup> Voir *infra*, les développements sur la suppression des actions de préférence.

<sup>2</sup> La proposition ne se prononce pas clairement sur le point de savoir si l'émetteur peut mettre en place un dividende seulement prioritaire et non cumulatif. Certes, la liberté qui sous-tend le projet semble imposer une réponse positive. Mais la rédaction du rapport du MEDEF pourrait être interprétée comme faisant des caractères prioritaire, cumulatif et déterminé lors de l'émission, trois critères obligatoires de détermination du dividende.

- *Amortissement prioritaire ;*
- *Rachat prioritaire.*

**Calcul du dividende prioritaire.** Il faut noter ici que le calcul du dividende prioritaire, contrairement à ce qui existe en matière d'ADP, n'est pas soumis à des règles complexes. Là encore, la plus grande liberté est laissée à l'émetteur.

**Distribution du dividende sous forme d'actions.** Par ailleurs, ce dividende peut être distribué sous forme d'actions, conformément aux statuts, au contrat d'émission ou à une décision du conseil d'administration. **L'article L 228-37 du Code de commerce** ne précise pas si cette distribution se fera sous forme d'actions ordinaires ou d'actions de préférence. Dans le silence des textes, le projet laisse donc la plus grande latitude à l'émetteur pour déterminer les modalités d'attribution de ce dividende. A cet égard, il faut signaler qu'on est ici en présence d'un cas où le projet laisse le choix de cette détermination au contrat d'émission, aux statuts ou au conseil d'administration. Or, seule une décision du *conseil d'administration* semble en pratique envisageable. En effet, il est exclu que ce soit le contrat d'émission qui s'en charge. Celui-ci, conformément aux principes qui gouvernent le droit des contrats, ne peut être modifié ultérieurement. Il ne peut donc être valablement considéré comme l'emplacement adéquat pour y inscrire le détail des modalités d'attribution du dividende en actions, modalités flexibles qui contrastent avec la naturelle rigidité du contrat. De même, si les statuts peuvent, quant à eux, être modifiés, la procédure de modification s'avère bien trop lourde au regard de la souplesse exigée en la matière. C'est donc bien le conseil d'administration<sup>1</sup> qui, aux vues des résultats de l'exercice et des perspectives de la société, pourra déterminer les modalités d'attribution du dividende en actions. Les statuts ou le contrat doivent seulement se contenter d'en fixer le principe.

## **b. Les droits non pécuniaires.**

**Exemples.** Là encore, le rapport donne un certain nombre d'exemples.

- *Information* spécifique délivrée aux porteurs d'actions de préférence ;
- Dispositions relatives aux *cessions d'actions* (mise à l'écart ou non des clauses statutaires d'agrément et de préemption) ;
- *Association au pouvoir de décision* (sièges au conseil d'administration, quorum spécial du conseil, droit de veto d'un administrateur représentant les porteurs d'actions de préférences, autorisation préalable de certaines opérations déterminées par ces mêmes porteurs...).

**Place de ces dispositions.** L'article L 228-30 laisse le choix à l'émetteur entre le contrat d'émission ou les statuts. Néanmoins, il semble évident que certains droits, tels ceux qui aménagent le pouvoir de décision au sein de la société, doivent nécessairement figurer dans les statuts<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Ou d'ailleurs de directoire dans le cadre d'un régime dual.

<sup>2</sup> Comme c'est déjà le cas actuellement en matière d'actions de priorité.

**Limite du principe d'organisation hiérarchique.** Comme le souligne le projet, de tels droits non financiers peuvent actuellement être accordés au travers des actions de priorité. Il semble ainsi que la limite du principe d'organisation hiérarchique de la SA s'applique également aux droits attribués par les actions de préférence. On voit mal en effet comment on pourrait contourner ces limitations jurisprudentielles. Les remarques vues plus haut concernant l'application de ce principe aux actions de priorité sont donc valables en matière d'actions de préférence.

## 2. Les possibles modulations du droit de vote.

**Des actions avec ou sans droit de vote.** Selon le projet, les actions de préférence peuvent être des actions avec ou sans droit de vote<sup>1</sup>. **L'article L 228-32 du Code de commerce** dispose ainsi que le droit de vote peut être supprimé ou aménagé pour un délai déterminé ou déterminable. Dans son rapport, le MEDEF explique que, dans ce cadre, les actions de préférence peuvent être des actions sans droit de vote ou des actions avec un droit de vote limité aux seules décisions les concernant (modification de leurs droits, dividendes non versés pendant plusieurs exercices...). On peut s'interroger sur la différence qui existe entre ces deux possibilités. En effet, même si les actions sont privées de droit de vote (1<sup>er</sup> cas), leurs porteurs devraient toujours pouvoir intervenir, au moins en assemblée spéciale, lorsque leurs droits sont modifiés (2<sup>ème</sup> cas). Il existe donc bien, dans tous les cas, un droit de vote limité. On ne peut jamais exclure totalement les porteurs d'une catégorie d'actions de tout vote. Par comparaison, en matière d'ADP, le régime actuel supprime bien le droit de vote des porteurs d'ADP dans les assemblées générales d'actionnaires, mais leur laisse un moyen d'expression au travers des assemblées spéciales. C'est la même chose qu'il est proposé de faire ici en supprimant le droit de vote des titulaires d'actions de préférence dans les assemblées générales, mais dans les assemblées générales seulement.

Le projet prévoit en conséquence de modifier **l'article L 225-122 du Code de commerce**. Cet article pose le principe de la proportionnalité du droit de vote à la quotité de capital détenue par l'actionnaire, tout en réservant le cas d'exceptions légales<sup>2</sup>. Les modifications suggérées par le projet ajoutent à ces exceptions l'émission des actions de préférence. On peut souligner à cet égard que le projet de modification de l'article L 225-122, en plus d'inclure la référence aux **articles L 228-30 s.** sur les actions de préférence, fait une énumération quelque peu déroutante des exceptions légales. En effet, sont mentionnés **les articles L 225-13, L 225-24, L 225-125 et L 225-128**. Or, l'article L 225-13 n'a rien à voir avec le droit de vote puisqu'il parle du certificat de dépôt des fonds établi lors de la constitution d'une société. Soit il s'agit en fait de **l'article L 225-14**, le MEDEF voulant introduire dans les exceptions la procédure des avantages particuliers lors de la constitution de la société sans appel public à l'épargne. Soit, il s'agit d'une

---

<sup>1</sup> On retrouve, là encore, l'influence des *preferred shares*, qui permettent de combiner l'attribution d'avantages divers avec la suppression du droit de vote.

<sup>2</sup> Sont ainsi cités les articles L 225-10 (procédure des avantages particuliers lors de la constitution de la société avec appel public à l'épargne) et L 225-123 à L 225-126 (droit de vote double, limitation du droit de vote et ADP).

coquille. Il faut alors lire **L 225-123**, premier article sur le droit de vote double. De même, on pense que la référence à l'article L 225-24 se lit alors **L 225-124**. Il est normal, dans ce cas, que l'article L 225-126 ait disparu de la liste puisque les ADP dont il parle n'existent plus. Quant à l'article **L 225-128** (sur le montant d'émission des actions), il fait son apparition dans la liste, sans qu'aucune justification ne soit donnée, d'autant qu'il fait parti de la section IV sur les modifications de capital social et non de la section III sur les assemblées d'actionnaires. Sa place dans la liste semble ainsi être une erreur.

En résumé, il faudrait donc lire le nouvel article L 225-122 de cette manière : « sous réserve des dispositions des articles L 225-10, L 225-123, L 225-124, L 225-125 et L 228-30 et suivants... ».

***Place des dispositions concernant le droit de vote.*** Rien n'est dit dans l'article L 228-32 quant à l'endroit – statuts ou contrat d'émission – ou figureront les dispositions concernant la suppression du droit de vote. Néanmoins, il est évident que ce sont les statuts qui, comme c'est le aujourd'hui en matière d'ADP, devront fixer le principe de la suppression ou de l'aménagement du droit de vote. C'est d'ailleurs dans ce sens que va le projet puisqu'il modifie dans son **article 5** l'actuel **article L 225-126 du Code de commerce** pour y inclure la possibilité pour les statuts de prévoir la création d'actions de préférence sans droit de vote<sup>1</sup>.

***Comparaisons avec les régimes existants.*** Les actions de préférence se détachent du régime actuel des actions de priorité, qui ne peuvent de quelque manière que se soit supprimer ou aménager le droit de vote. Elles se rapprochent en revanche de celui des ADP. En effet, comme nous l'avons étudié plus haut, la loi a expressément prévu qu'en contrepartie des avantages pécuniaires procurés par les ADP les porteurs de tels titres ne jouissent pas du droit de vote. Les actions de préférence sont donc ici calquées sur les possibilités offertes par les ADP<sup>2</sup>. Mais leur régime est plus souple.

***Limitation du nombre d'actions de préférence sans droit de vote.*** En premier lieu, le projet prévoit que les actions de préférence sans droit de vote ne peuvent dépasser la moitié du capital social<sup>3</sup>. On retrouve l'idée qui existe déjà en matière d'ADP, selon laquelle les actions ne comportant pas de droits politiques ne doivent pas représenter plus qu'une certaine quotité de capital. Néanmoins, la limite instituée par le projet est de la moitié du capital, alors que celle qui existe actuellement en matière d'ADP est d'un quart du capital. L'émetteur dispose donc d'une plus large possibilité de recours à des instruments financiers pour combler ses besoins en fonds propres.

---

<sup>1</sup> Voir *infra*, la création des actions de préférence (II).

<sup>2</sup> La suppression du droit de vote est aussi prévue légalement pour les certificats d'investissement, sans que leurs porteurs ne bénéficient d'avantages pécuniaires particuliers. C'est pourquoi l'introduction de la nouvelle catégorie des actions de préférence rend inutile le recours aux certificats d'investissement, dont le régime pourra être recréé, au besoin, par le biais des actions de préférence.

<sup>3</sup> On peut souligner à cet égard la mauvaise rédaction de l'article L 228-32.

**Modalités de suppression du droit de vote.** En second lieu, le nouvel article L 228-32 reste évasif sur les modalités de suppression du droit de vote. En effet, il est seulement dit que ce dernier peut être « supprimé ou aménagé pour un délai déterminé ou déterminable ». Dans son rapport, le MEDEF explique qu'ainsi, les porteurs retrouveraient leur droit de vote en cas de non paiement des dividendes pendant x exercices. Deux remarques peuvent être faites. D'une part, l'émetteur peut fixer librement le nombre d'exercices à partir duquel les porteurs recouvrent le droit de vote – nombre qui peut donc être inférieur ou supérieur aux trois ans aujourd'hui prévus en matière d'ADP. D'autre part, cette cause de « renaissance » du droit de vote n'est pas expressément inscrite dans la loi. Elle est certes présentée comme une certitude par le MEDEF dans les explications accompagnant le projet. L'aménagement du droit de vote doit se faire « pour un temps déterminé ou déterminable ». Pour le MEDEF, cela équivaut bien à une suppression conditionnée par la distribution de dividendes. Cependant, la loi est muette sur la nature du délai déterminé ou déterminable, qui peut être autre chose que l'existence de bénéfices distribuables<sup>1</sup>. Il faudrait donc déterminer avec plus de certitude les possibilités données à l'émetteur dans la fixation des termes de ce délai. A-t-il toute latitude pour définir les causes de « renaissance » du droit de vote ou la non distribution de bénéfices pendant un certain nombre d'exercices est-elle nécessairement synonyme d'un retour du droit de vote des titulaires d'actions de préférence ? En tous les cas, la liberté laissée à l'émetteur de fixer le nombre d'exercices lui permet au minimum de moduler cette obligation de suppression conditionnelle.

## **B. La souplesse dans la gestion.**

L'intérêt du recours à des produits de financement pour un émetteur est essentiellement de ne pas être enfermé ultérieurement par son choix. Les sociétés ont là encore besoin de beaucoup de souplesse afin de pouvoir rapidement adapter leurs instruments financiers à des situations économiques en continuel mouvement. C'est dans ce cadre que s'inscrit résolument le projet du MEDEF. En effet, la suppression des actions de préférence émises par la société peut se faire de différentes manières, dont certaines paraissent très originales et novatrices au regard des régimes de suppression des catégories actuelles. Cependant, on peut regretter que le nouveau régime ne réponde pas toujours clairement aux incertitudes qui existent actuellement.

**L'article L 228-37-3 du Code de commerce** exprime clairement ce que laissait seulement entendre **l'article L 228-30**. Les actions de préférence peuvent être créées à titre temporaire ou permanent. La société peut donc émettre des titres dont la suppression est prévue dès le départ.

Le projet prévoit trois grands modes de suppression des actions de préférence. Celles-ci peuvent être rachetées par la société ou converties en actions ordinaires.

---

<sup>1</sup> Le droit de vote pourrait par exemple être supprimé pendant x exercices, indépendamment de l'existence pendant lesdits exercices d'un dividende distribuable. Il pourrait également être supprimé dans l'attente de la réalisation de certains événements (cotation en bourse, dépassement par l'entreprise de la taille critique, obtention d'un marché, etc, ...).

Elles peuvent également être converties ou transformées en valeurs mobilières représentatives de créances. Enfin, elles peuvent faire l'objet d'un retrait forcé lorsqu'elles sont inscrites aux négociations sur un marché réglementé.

### **1. Des titres rachetables ou convertibles en autres titres.**

#### Article L 228-37-3 :

*Les actions de préférence peuvent être rachetées ou converties dans les conditions prédéterminées par le contrat d'émission ou éventuellement les statuts.*

#### Article L 228-34 :

*Pour la conversion en actions ordinaires par dérogation à l'article L 225-129 III, la délégation par l'assemblée générale au conseil d'administration ou au directoire selon les cas, des pouvoirs nécessaires à l'effet de procéder aux émissions de valeurs mobilières conduisant à une augmentation de capital, à en constater la réalisation et à procéder à la modification corrélative des statuts, peut excéder vingt-six mois.*

*Une même délégation peut être donnée aux fins de procéder à la réduction de capital nécessaire, le cas échéant.*

*Dans ce cas, la procédure de l'article L 225-205 est applicable dans les conditions posées par l'article L 228-90-1.*

#### Article 4 du projet:

*Il est ajouté un article L 228-90-1.*

*En cas de conversion ou de transformation d'actions de préférence en valeurs mobilières représentatives de créances, les créanciers dont la créance est antérieure à la date de dépôt au greffe du procès-verbal de délibération peuvent former opposition à la conversion ou à la transformation dans le délai fixé par décret.*

*Une décision de justice rejette l'opposition ou ordonne soit un remboursement des créances, soit la constitution de garantie si la société en offre et si elles sont jugées suffisantes.*

*Les opérations de réduction du capital ne peuvent commencer pendant le délai d'opposition ni, le cas échéant, avant qu'il a été statué en première instance de cette opposition.*

*Si le juge de première instance accueille l'opposition, la procédure de réduction de capital est immédiatement interrompue jusqu'à la constitution de garanties suffisantes ou jusqu'au remboursement des créances.*

*S'il la rejette, les opérations de réduction peuvent commencer.*

#### Article L 228-37-4 :

*Si la conversion des actions de préférence aboutit à une augmentation ou à une réduction de capital, les règles applicables au droit préférentiel de souscription et aux délégations de pouvoir ne sont pas applicables.*

*Le ou les commissaires aux comptes établissent, sous sa ou leur responsabilité, la parité de conversion dans un rapport spécial.*



**Prédétermination des cas et des modalités de rachat ou de conversion.** Le rapport du MEDEF constate qu'actuellement, la prédétermination des *cas* de rachat ou de conversion en actions ordinaires des ADP et des actions de priorité ne soulève pas de problème. On sait en effet que le *principe* même du rachat ou de la conversion doit toujours avoir été inscrit dans les statuts, conformément à la **deuxième directive communautaire**. Quant aux *cas* de rachat ou de conversion, il est possible pour l'émetteur de les prévoir dans le contrat d'émission. En revanche, la possibilité de prédéterminer les *modalités* de rachat ou de conversion suscite des débats<sup>1</sup>. Le Groupe de travail de la COB<sup>2</sup>, raisonnant d'abord sur les ADP, considère que cette prédétermination est contraire aux exigences d'intervention de l'assemblée spéciale des porteurs d'ADP, soit en cas de conversion en actions ordinaires pour la fixation de la parité de conversion, soit en cas de rachat pour la valorisation des ADP, qui suppose un accord entre la société et l'assemblée spéciale au jour du rachat. En effet, si les statuts ou le contrat d'émission fixe déjà les modalités de détermination de la parité de conversion ou du prix de rachat, l'intervention d'une assemblée spéciale est inutile. Cependant, certains auteurs considèrent que la prévision *ab initio* des conditions de rachat ou de conversion n'est pas contraire aux dispositions du Code de commerce, dès lors qu'il n'y a pas potestativité, c'est-à-dire que ce n'est pas la société émettrice qui fixe discrétionnairement les modalités financières de l'opération. Pour mettre fin à ces débats, le projet du MEDEF propose de reconnaître expressément la possibilité de prédéterminer dans le contrat d'émission, ou éventuellement dans les statuts, les *cas* et les *modalités* de rachat et de conversion des actions de préférence. C'est ce que prévoit **l'article L 228-37-3 du Code de commerce** en disposant que le contrat d'émission ou les statuts prédéterminent les *conditions* de rachat ou de conversion des actions de préférence<sup>3</sup>.

**Recours à un expert.** Le rapport du MEDEF ajoute que, par précaution, l'on peut toujours envisager l'intervention d'un expert, encore que l'application de la formule se réduise à un simple calcul arithmétique. On se souvient que si le recours à un expert est expressément prévu par la loi en matière d'ADP (**article L 228-19 al 3 actuel du Code de commerce**), son intervention suscite des débats en ce qui concerne les actions de priorité. La prédétermination des conditions de rachat ou de conversion rend le recours à cet expert quelque peu superflu dans le régime des actions de préférence, les modalités de calcul ayant déjà été posées auparavant. Il ne peut donc pas y avoir de véritable désaccord des parties quant au calcul de la valeur de rachat ou de conversion. Par ailleurs, **l'article L 228-37-4 du Code de commerce** prévoit la rédaction par les commissaires aux comptes d'un rapport spécial établissant la parité de conversion<sup>4</sup>. La parité de conversion est donc déjà sous le contrôle d'un tiers par rapport aux deux parties concernées.

---

<sup>1</sup> Le rapport renvoie ici à l'article de A. VIANDIER, *L'introduction en France d'actions traçantes* », précité.

<sup>2</sup> Voir le rapport de la COB sur les actions traçantes, précité.

<sup>3</sup> Il faut noter que si l'émetteur a la choix entre le contrat d'émission et les statuts pour y inscrire les conditions de rachat ou de conversion, le principe même de ces opérations doit toujours obligatoirement être inscrit dans les statuts, par respect de la *deuxième directive communautaire*.

<sup>4</sup> Un tel rapport est actuellement déjà requis en matière d'ADP (actuel *article L 228-12 al 4*) mais le débat sur l'intervention d'un commissaire aux comptes en cas de conversion d'actions de priorité en actions ordinaires reste, quant à lui, encore ouvert.

Néanmoins, il semble plus sûr de prévoir l'intervention d'un expert pour éviter toute incertitude ultérieure. A cet égard, peut-être faudrait-il inscrire cette possibilité dans la loi elle-même, afin de ne pas jeter de doute sur son existence.

**Conséquences sur le capital social.** La suppression des actions de préférence peut déboucher sur le maintien du capital social, son augmentation ou sa réduction. Dans le cadre de la conversion des actions de préférence en actions ordinaires, les trois cas sont possibles. Dans le cadre du rachat des actions par la société, seules le maintien ou la réduction de capital sont envisageables.

Le cas du *maintien* se rencontre si la parité de conversion est de une action ordinaire pour une action de préférence ou si le rachat n'est pas suivi d'une annulation. Il ne suscite, par hypothèse, aucune difficulté.

*L'augmentation* de capital se rencontre si la parité de conversion établie sur des bases fixées dès l'origine conduit à remettre plus d'une action ordinaire en contrepartie d'une action de préférence. Actuellement, les conditions de délai des délégations en matière d'augmentation de capital ne permettent pas de prévoir dès l'émission cette augmentation de capital. En effet, ***l'article L 225-129 III actuel du Code de commerce*** prévoit que l'assemblée générale extraordinaire peut déléguer au conseil d'administration ou au directoire les pouvoirs nécessaires à l'effet de procéder, dans un délai de 26 mois, en une ou plusieurs fois, aux émissions de valeurs mobilières conduisant à l'augmentation de capital, d'en constater la réalisation et de procéder à la modification corrélative des statuts. En conséquence, les limitations dans le temps ne permettent pas à l'assemblée générale d'autoriser l'augmentation de capital nécessaire dans l'avenir pour permettre l'attribution d'actions ordinaires.

La *réduction* de capital se rencontre si la parité de conversion établie dans les mêmes conditions donne un résultat inverse, l'action de préférence valant moins que l'action ordinaire. La question de la réduction de capital se pose également si la voie choisie est celle du rachat suivi de l'annulation des actions. Or, si ***l'article L 225-204 actuel du Code de commerce*** permet en principe à l'assemblée générale extraordinaire de déléguer au conseil d'administration ou au directoire tous pouvoir pour la réaliser sans limite temporelle, le rapport du MEDEF souligne qu'il n'est pas actuellement possible de prévoir, à l'avance, les modalités d'une telle réduction lorsqu'elle intervient dans le cadre d'une conversion de titres émis plusieurs années auparavant. De plus, pareil décalage dans le temps pose le problème de l'exécution des formalités protectrices des créanciers (droit d'opposition).

***Délégation de l'assemblée générale extraordinaire.*** Le projet prévoit donc de remédier à ces inconvénients en instaurant une procédure de délégation plus souple, définie à ***l'article L 228-34 du Code de commerce***<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Ces dispositions sont à rapprochées de celles du *projet de loi DDOEF* qui prévoit un assouplissement des conditions générales de délégation par l'assemblée de ses pouvoirs aux dirigeants en matière d'augmentation de capital.

Dans le cadre de la conversion en actions ordinaires aboutissant à une *augmentation* de capital, la délégation consentie par l'assemblée générale extraordinaire au conseil d'administration ou au directoire peut, par dérogation à l'article L 225-129 III, excéder 26 mois. On remarque qu'aucune limite temporelle n'est fixée. La société est donc totalement libre pour déterminer la date de conversion, l'opération ne nécessitant pas la réunion d'une nouvelle assemblée, même si sa réalisation se fait plusieurs années après l'émission.

Dans le cadre d'une *réduction* de capital consécutive à un rachat ou à une conversion, la même délégation peut être donnée. Dans ce cas, la protection des créanciers est assurée par *l'article L 228-90-1 du Code de commerce*<sup>1</sup>, qui reprend mot pour mot, en l'adaptant au cas de figure de la conversion, les termes de l'actuel *article L 225-205*<sup>2</sup>. Le même droit d'opposition que celui qui existe en matière de réduction de capital « classique » est donc accordé aux créanciers si la société procède à une réduction de capital à la suite du rachat des actions de préférence.

Ce sont très certainement à ces spécificités de procédure que fait référence *l'article L 228-37-4 du Code de commerce* lorsqu'il dispose que les règles applicables aux délégations de pouvoir ne sont pas applicables si la conversion des actions de préférence aboutit à une augmentation ou à une réduction de capital.

***Suppression du droit préférentiel de souscription.*** Le même article L 228-37-4 écarte le droit préférentiel de souscription des actionnaires en cas d'augmentation de capital par suite de la conversion. Cette disposition est logique puisque le droit préférentiel de souscription ne peut, en principe, être supprimé que sur décision de l'assemblée générale extraordinaire. Celle-ci ayant délégué ses pouvoirs au conseil d'administration, elle n'intervient pas dans la procédure. Il faut donc que le droit préférentiel de souscription soit dès le départ supprimé de lui-même, sans décision de l'assemblée des actionnaires.

***Approbation de l'assemblée générale des titulaires de valeurs mobilières complexes.*** On sait que l'approbation de l'assemblée générale des titulaires de valeurs mobilière complexes (OBSA, OCA, OEA) à la majorité des deux tiers est obligatoire en cas de *conversion* d'ADP en actions ordinaires. Cette obligation peut d'ailleurs paralyser l'opération en cas de refus de l'assemblée. La procédure est plus floue en cas de conversion d'actions de priorité en actions ordinaires, la doctrine étant divisée sur la nécessité ou non d'obtenir l'accord d'une telle assemblée. Le projet est muet quant à l'intervention d'une assemblée de ces titulaires dans le cadre de la conversion d'actions de préférence en actions

---

<sup>1</sup> Cet article se trouve dans la *section IV du Code de commerce* concernant les obligations parce qu'il concerne également le cas de la conversion des actions de préférence en titres représentatifs de créances (*infra*).

<sup>2</sup> A deux exceptions près, qui sont certainement des erreurs de recopiage. En effet, à *l'alinéa 2*, le terme de « garantie » est au singulier alors qu'il est au pluriel dans *l'article L 225-205*, ce qui paraît plus correct. A *l'alinéa 3*, il faut lire « avant qu'il ait été statué en première instance sur cette opposition » et non « avant qu'il a été statué en première instance de cette opposition ».

ordinaires. Le rapport du MEDEF, quant à lui, envisage la protection des droits des titulaires de valeurs mobilières complexes tant dans le cadre de la création que dans celui de la suppression des actions de préférence. L'accord de ces porteurs réunis en assemblée générale statuant à la majorité des deux tiers est requis. La protection des titulaires d'OBSA, d'OCA ou d'OEA est donc exactement la même en cas de suppression des actions de préférence que celle qui est actuellement prévue en matière d'ADP. Le MEDEF a ici privilégié la protection des porteurs par rapport à la liberté de l'émetteur.

Un bémol doit cependant être apporté à ce constat. Le rapport du MEDEF renvoie sur ce point aux propositions du CNPF sur la protection de la représentation collective des titulaires de titres ouvrant droit de manière différée à l'attribution de titres de capital et au projet de loi DDOEF consécutif à ces propositions. Mais il semble en réalité que le projet DDOEF n'ait pas repris l'intégralité des propositions du CNPF sur ce point. En effet, le projet DDOEF crée un **article L 228-103 du Code de commerce** qui dispose que les titulaires d'OBSA, d'OCA et d'OEA sont groupés de plein droit en une masse qui se réunit en assemblée générale statuant aux conditions de quorum et de majorité déterminées à **l'article L 225-98**. Ce dernier détermine les conditions de réunion des assemblées générales ordinaires d'actionnaires, qui statuent à la majorité simple. Ce ne serait donc plus une majorité des deux tiers comme celle dont parle le rapport du MEDEF, mais bien une majorité simple qui serait requise. Dans ce cas, la protection accordée aux titulaires de valeurs mobilières hybrides serait moins importante en matière de conversion d'actions de préférence en actions ordinaires qu'elle ne l'est aujourd'hui pour les ADP.

On constate ainsi que la suppression des actions de préférence par rachat ou conversion est grandement facilitée, que ce soit au stade de la prédétermination des conditions de réalisation de ces opérations ou au stade de la réalisation elle-même, puisque le poids que représente l'obligation d'une décision prise en assemblée générale extraordinaire est évité par la mise en place d'un système de délégations très souple. L'émetteur hésitera d'autant moins à recourir à un instrument de financement tel que les actions de préférence, puisqu'il a la garantie de pouvoir le supprimer, à moindre frais, selon des modalités connues aussi bien de lui que des porteurs dès l'émission des titres. Les modes de suppression « traditionnels » sont donc considérablement améliorés. Mais le projet va encore plus loin en créant d'autres modes de suppression des titres.

## **2. Des titres convertibles ou transformables en valeurs mobilières représentatives de créances.**

### Article 3 du projet:

*Le dernier alinéa de l'article L 228-91 est complété par la phrase suivante :  
« [...] Excepté dans les contrats d'émission ou les dispositions statutaires prévoyant l'émission d'actions de préférence conformément aux articles L 228-30 et suivants ».*

L'actuel **article L 228-91 alinéa 3 du Code de commerce** dispose que toute clause prévoyant ou permettant la conversion ou la transformation de valeurs mobilières représentatives d'une quotité de capital en autres valeurs mobilières représentatives de créances est nulle. Ainsi, si la conversion ou la transformation de titres de créance en titres de capital est possible, l'inverse ne l'est pas.

Le projet propose de déroger à cet interdiction en permettant de convertir ou de transformer les actions de préférence en valeurs mobilières représentatives de créances, c'est-à-dire en obligations<sup>1</sup>. Cela confirme la nature intrinsèquement hybride des actions de préférence, qui ne sont à proprement parler ni des actions ni des obligations et qui donc peuvent être ultérieurement convertis dans l'une ou l'autre de ces catégories. Si la société use de cette possibilité de transformation, le respect des droits des créanciers sera à nouveau assuré par le biais de **l'article L 228-90-1 du Code de commerce**, qui instaure un droit d'opposition à leur profit, similaire à celui de l'actuel **article L 225-205**. Par contre, l'intervention des titulaires de valeurs mobilières complexes ne semble pas nécessaire, puisque la conversion en titres de créance n'entraîne pas de modification de la répartition du capital social.

### **3. Des titres pouvant faire l'objet d'un retrait forcé.**

#### Article L 228-37-5 :

*Lorsque les actions de préférence sont inscrites aux négociations sur un marché réglementé, le retrait forcé est possible si le marché est illiquide. L'illiquidité du titre est appréciée dans les conditions fixées par décret.*

*Les conditions de retrait forcé à l'initiative de la société et éventuellement à celle des porteurs sont fixées par le contrat d'émission ou éventuellement les statuts.*

**Systeme actuel.** Le droit positif ne permet d'exclure de la société les porteurs de titres que dans le cadre strict de la procédure dite de retrait obligatoire<sup>2</sup> des **articles 5-7-1 et suivants du règlement général du Conseil des Marchés Financiers**. Il faut donc au préalable une *offre publique de retrait* déposée par le groupe majoritaire représentant au moins 95 % des droits de vote de la société, à leur initiative ou à celle des actionnaires minoritaires subsistants. A l'issue de cette offre publique de retrait, le groupe majoritaire peut se voir, à sa demande, transférer les titres non présentés par les actionnaires minoritaires, moyennant indemnisation de ces derniers. Le projet du MEDEF propose de créer un nouveau cas d'exclusion des porteurs de titres en dehors des conditions du retrait obligatoire.

---

<sup>1</sup> Cette disposition est à rapprocher de celles du *projet de loi DDOEF*, qui, de manière générale, rend possible la transformation de titres de capital en titres de créance.

<sup>2</sup> Malgré la confusion qui est parfois faite, la procédure française du retrait ne s'apparente pas au *squeeze out* américain. Ce dernier est en effet basé sur des problématiques de marché, alors que le droit français pose comme condition préalable le dépôt d'une offre public de retrait, elle-même seulement possible quand les majoritaires possèdent au moins 95 % des droits de vote de la société. Pour plus de précisions sur ce point, voir en particulier DE NAYER, *Bulletin Joly Bourse*, 1994, p.353.

**Inscription aux négociations sur un marché réglementé.** Les actions de préférence peuvent faire l'objet d'un retrait forcé lorsqu'elles sont inscrites aux négociations sur un marché réglementé. On remarque à cet égard que les actions de préférence sont conçues pour pouvoir être cotées en bourse. Les catégories actuelles d'actions sont aussi susceptibles d'être cotées en bourse mais on a constaté plus haut la désaffection des émetteurs pour de telles cotations, notamment en matière d'actions de priorité. La procédure de retrait forcé semble inciter ces derniers à utiliser les actions de préférence sur les marchés réglementés, en leur donnant des facilités de retrait inconnues jusqu'alors.

**Notion d'illiquidité.** Le retrait forcé des actions de préférence est possible lorsque le marché est illiquide. La procédure repose donc sur la notion d'illiquidité, notion que la loi ne définit pas. Celle-ci devra être explicitée, afin de ne pas nourrir des contentieux futurs. Selon *l'article L 228-37-5 du Code de commerce*, l'illiquidité du titre est appréciée dans les conditions fixées par décret. Dans son rapport, le MEDEF donne quelques éléments d'appréciation de cette illiquidité. Elle pourrait ainsi être évaluée en pourcentage de titres restants par tranche d'émission, par exemple un tiers pendant un ou deux exercices. Il est toutefois probable que la jurisprudence se référera en la matière aux précédentes affaires dans lesquelles elle a jugé qu'il y avait ou non illiquidité en matière d'offre publique de retrait<sup>1</sup>.

**Faculté laissée à l'émetteur et aux porteurs.** L'article L 228-37-5 laisse par ailleurs la faculté d'user du retrait forcé aussi bien à l'émetteur qu'aux porteurs. Pour ce qui est des porteurs, leur intérêt est facile à deviner. En effet, on vient de voir que la condition préalable au retrait forcé est l'illiquidité du marché. Or, si le marché est illiquide, on comprend fort bien l'avantage que constitue pour les porteurs la faculté de demander le retrait forcé de leurs titres. En raison de cette illiquidité, ils se retrouvent dans l'impossibilité de vendre leurs actions de préférence et sont donc « bloqués » dans la société. La procédure de retrait forcé va leur permettre de se débarrasser de leurs actions. La situation de la société est plus difficile à comprendre. On voit mal, au premier abord, les conséquences de l'illiquidité du marché sur l'émetteur. Par comparaison, en matière d'offre publique de retrait, les majoritaires peuvent vouloir retirer de la cote une société dont ils au moins 95 % des titres, afin de ne plus avoir à respecter toutes les formalités qui entourent la cotation. Mais la liquidité ou non du titre n'est pas un critère décisif. Pour tenter de comprendre le projet, on peut avancer quelques hypothèses. En matière d'actions de préférence, le seuil de 95 % n'a pas à être respecté. Les actions de préférence peuvent donc représenter plus de 5 % du capital et faire l'objet d'une procédure de retrait forcé. Imaginons ainsi que la société ait émis des actions de préférence représentant 10 % de son capital qui sont cotées. Le marché de ces actions devient illiquide. Celles-ci ne peuvent donc plus être vendues. La société risque alors d'être confrontée aux mécontentements

---

<sup>1</sup> La Cour d'appel de Paris s'est en effet prononcée sur les cas d'offre public de retrait en expliquant que *l'article 5-5-2 du règlement général du CMF* avait pour finalité de permettre à l'actionnaire minoritaire dont le titre a perdu sa liquidité sur un marché rendu étroit par le poids relatif des majoritaires, de sortir de la société dans des conditions normales de cours et de délai. (Paris, 25 février 1994, confirmé par Com, 6 mai 1996 ; Paris, 7 avril 1998). La procédure d'offre publique de retrait n'est donc pas obligatoire si le titre est encore liquide.

des porteurs de ces titres, qui peuvent bloquer toute modification des droits qui y sont attachés par refus de l'assemblée spéciale. De plus, cette illiquidité des titres est une mauvaise publicité auprès des professionnels et d'autres investisseurs potentiels. Le fait de pouvoir utiliser la procédure de retrait forcé permet donc de sortir de cette situation. Mais il suffirait de laisser les porteurs demander le retrait forcé et de l'accepter pour contourner le problème. Néanmoins, la société pourrait préférer prendre l'initiative du retrait plutôt que de se contenter d'y répondre favorablement. Quoi qu'il en soit, le MEDEF devrait mieux expliciter le pourquoi du recours à cette notion d'illiquidité en ce qui concerne la procédure de retrait forcé à l'initiative de la société.

**Conditions de retrait.** Les conditions de retrait forcé sont, quant à elles, fixées par le contrat d'émission ou éventuellement par les statuts. Le rapport précise qu'il appartient à l'autorité de marché d'apprécier si les conditions du rachat sont réunies. Le Conseil des Marchés Financiers est donc l'organe de contrôle de la procédure, ce qui semble logique dans le cadre d'opérations sur les marchés réglementés. Le prix pourrait être déterminé par voie d'expertise réalisée sous contrôle du juge. La référence au contrat d'émission et aux statuts empêche de donner une vision globale de la procédure. Ainsi, rien n'est dit sur les modalités d'une telle action par les porteurs. S'agirait-il d'une décision prise en assemblée spéciale ou d'une décision laissée à la discrétion de chaque titulaire pris individuellement<sup>1</sup> ? Qui serait alors forcé de procéder au retrait, le groupe majoritaire ou, plus vraisemblablement, la société émettrice elle-même ? Enfin, il faut rappeler que si les conditions de retrait peuvent être fixées par le contrat d'émission ou les statuts, le principe même du retrait forcé devra figurer dans les statuts, en vertu de la *deuxième directive communautaire*.

Les actions de préférence accordent donc à leurs porteurs un large éventail d'avantages, tout en laissant à l'émetteur la possibilité de les gérer au gré de ses besoins. Cette grande liberté se retrouve dans le régime des actions de préférence, où elle est toutefois associée à une nécessaire protection corrélative des porteurs.

---

<sup>1</sup> Par comparaison, en matière d'offre publique de retrait, un minoritaire peut demander individuellement le dépôt par les majoritaires d'une offre publique.

## **II. Le régime des actions de préférence : un partage entre liberté et protection.**

La liberté du régime s'analyse au travers de la création des actions de préférence (A), alors que la protection des porteurs se retrouve traditionnellement dans le fonctionnement de la société (B).

### **A. La liberté dans la création.**

On peut regretter que cette liberté ne réponde pas toujours à toutes les questions suscitées par les catégories d'actions antérieures, et qui pourraient être transposées dans le nouveau régime.

#### **1. Un contexte de création très souple mais où demeurent des incertitudes.**

##### Article 5 du projet :

*L'article L 225-126 est modifié comme suit :*

*« Les statuts peuvent prévoir la création d'actions de préférence sans droit de vote dans les assemblées générales des actionnaires.*

*Elles sont régies par les articles L 228-30 à L 228-37-10<sup>1</sup> ».*

##### Article 8 du projet:

*Le deuxième alinéa de l'article L 228-153 est modifié comme suit :*

*« Toutefois, la société peut créer des actions de préférence, à condition de réserver les droits des obligataires dans les conditions prévues à l'article L 225-154 ».*

##### Article 9 du projet :

*La deuxième phrase de l'article L 228-161 est modifiée comme suit :*

*« Toutefois, la société peut créer des actions de préférence, à condition de réserver les droits des obligataires dans les conditions prévues à l'article L 225-162 ».*

##### Article 10 du projet:

*La deuxième phrase du premier alinéa de l'article L 225-174 est modifiée comme suit :*

*« Toutefois, la société peut créer des actions de préférence ».*

##### Article L 228-37-6 :

*Les droits particuliers mentionnés à l'article L 228-30 peuvent être exercés dans une société qui possède directement ou indirectement plus de la moitié du capital de l'émettrice ou de la société dont l'émettrice possède directement ou indirectement plus de la moitié du capital.*

---

<sup>1</sup> Il semble qu'il faille lire ici L 228-37-6 au lieu de L 228-37-10 puisque les articles L 228-37-7 à 10 n'existent pas.



*L'émission doit être autorisée par l'assemblée générale extraordinaire de la société appelée à émettre les actions de préférence et par celle de la société au sein de laquelle les droits sont exercés.*

*Dans tous les cas, le ou les commissaires aux comptes doivent établir un rapport spécial.*

**Extension du champ d'application.** Le champ d'application des actions de préférence se révèle extrêmement large, tant au regard des secteurs concernés que des possibilités d'émission à l'intérieur des groupes.

- En premier lieu, avec l'abrogation des dispositions concernant les titres participatifs, le MEDEF propose un régime unique pour les sociétés par actions, que celles-ci relèvent du secteur *privé* ou du secteur *public*. Les sociétés du secteur public bénéficient donc des mêmes instruments de financement que celles du secteur privé, harmonisation qui se situe en droit fil de la construction européenne et de l'alignement des sociétés à prépondérance étatique sur les sociétés d'économie privée.
- En second lieu, **l'article L 228-37-6 du Code de commerce** laisse à l'émetteur qui fait partie d'un *groupe* de nombreuses possibilités d'émission. Ainsi le lieu d'exercice des droits conférés par les actions de préférence peut être différent du lieu d'émission de ces actions. Ces dispositions rendent possible des configurations d'émissions entre société mère et filiale, la filiale pouvant émettre des actions dont les droits s'exerceront au sein de la mère et vice versa. C'est en réalité une consécration législative de la pratique de l'émission d'actions traçantes, du moins lorsque celles-ci sont le reflet d'une activité du groupe exercée au sein d'une personne moral indépendante. Cela permet donc à une société d'émettre des actions donnant droit à un dividende calculé sur les résultats d'une activité exercée dans une autre société, que cette dernière soit la mère ou la fille de l'émettrice.

Exemple 1 : émission par la fille et exercice dans la mère.



Emetteur : A.

Lieu d'exercice des droits : B.

Exemple 2 : émission par la mère et exercice dans la fille.



Emetteur : A.

Lieu d'exercice des droits : B<sup>1</sup>.

**Moment de la création.** En vertu de *l'article L 228-30 du Code de commerce*, les actions de préférence peuvent être créées lors de la *constitution* de la société ou *en cours de vie sociale*. Si cela est actuellement possible en matière d'actions de priorité, il faut rappeler que les ADP et les certificats d'investissement, en revanche, ne peuvent être créés que lors d'une augmentation de capital<sup>2</sup>.

**Organe compétent.** L'émission d'actions de préférence doit être autorisée par *l'assemblée générale extraordinaire* de la société appelée à émettre les actions de préférence. Cette compétence se déduit du fait que cette création entraîne une augmentation du capital, décision réservée aux assemblées générales extraordinaires. Il faut noter qu'en cas d'usage de la possibilité d'émission d'actions de préférence à l'intérieur d'un groupe (dissociation de l'émission et du lieu d'exercice des droits), l'émission devra être autorisée par les assemblées générales extraordinaires des deux sociétés concernées. Par ailleurs, les commissaires aux comptes devront établir un rapport spécial.

**Conditions.** Aucune condition particulière n'est requise. En effet, l'émetteur n'a pas à avoir réalisé des bénéfices distribuables au cours des deux exercices précédents la création, contrairement à ce qui est actuellement requis en matière d'ADP. Les statuts doivent seulement prévoir la création d'actions de préférence sans droit de vote quand la société veut émettre ce type de titres. On remarque

---

<sup>1</sup> Ce schéma adopte une lecture de *l'article L 228-37-6* qui n'est pas littérale. En effet, à la lettre, il s'agirait, dans le deuxième cas, de la possibilité d'exercer les droits particuliers dans une société qui possède directement ou indirectement plus de la moitié du capital de la société dont l'émettrice possède directement ou indirectement plus de la moitié du capital, chose impossible au demeurant, puisqu'une même société ne peut être la filiale majoritaire de deux sociétés à la fois. On a donc remplacé le « de » par un « dans » et interprété l'article comme posant deux cas de figure : celui de l'exercice des droits dans la société mère et celui de l'exercice des droits dans la filiale majoritaire. Cette interprétation est d'ailleurs conforme aux dispositions du *projet de loi DDOEF* qui, sur proposition du MEDEF, prévoit qu'une société par actions peut émettre des valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de capital de la mère ou de la filiale (l'actuel *L 228-93* ne prévoit que le cas d'attribution de titres de la mère).

<sup>2</sup> Pour les ADP, cette modalité se déduit de la condition de bénéfices distribuables lors des deux exercices précédents l'émission des ADP.

donc a contrario que les statuts n'ont pas forcément à prévoir la création d'actions de préférence avec droit de vote<sup>1</sup>.

**Préexistence de titres complexes.** Par ailleurs, l'existence de titres complexes (OBSA, OCA, OEA) n'est pas un obstacle à l'émission d'actions de préférence. En cela, le régime des actions de préférence se calque sur celui des ADP, la création d'actions de priorité conférant un avantage pécuniaire requérant, quant à elle, l'accord unanime des titulaires de valeurs mobilières composées. Dans cet optique, le projet prévoit de modifier les actuels *articles L 225-153 al 2* (sur les obligations avec bons de souscription d'actions), *L 225-161 al 5* (sur les obligations convertibles) et *L 225-174 al 1* (sur les obligations échangeables)<sup>2</sup>. De ce fait, s'il est interdit à la société qui a émis des telles valeurs mobilières composées de modifier la répartition de son capital, elle peut tout de même, par dérogation à ce principe, émettre des actions de préférence. Les droits des obligataires sont alors préservés de la même manière qu'ils le sont actuellement en matière d'ADP. L'émetteur doit prendre les dispositions nécessaires pour qu'ils puissent souscrire des actions de préférence dans les mêmes conditions, exceptée la date de jouissance, que s'ils avaient été actionnaires au moment de l'émission<sup>3</sup>.

Mais le régime est moins souple qu'il y paraît. Il faut pour cela se reporter au rapport du MEDEF. Celui-ci explique, dans un premier temps, qu'il est actuellement impossible d'émettre des actions de priorité lorsque préexistent des obligations complexes donnant accès au capital. Cela n'est pas totalement vrai puisque, comme nous l'avons vu précédemment, une telle émission est possible si la société peut obtenir l'accord unanime de tous les porteurs de titres complexes, en assemblée générale ou individuellement selon les cas. Certes, cette condition est souvent difficile, voire impossible à réaliser en pratique, mais elle existe. Dans un second temps, le MEDEF propose que les titulaires d'obligations complexes donnent leur accord en assemblée générale statuant à la majorité des deux tiers<sup>4</sup>. Cela veut donc dire que l'émission d'actions de préférence requière l'accord des deux tiers des porteurs de titres complexes réunis en assemblée générale. Certes, ce n'est plus leur accord unanime qui est nécessaire, comme c'est actuellement le cas en matière d'actions de priorité, mais il faut tout de même l'accord de deux tiers d'entre eux. Cette position n'est pas celle qui existe aujourd'hui en ce qui concerne les ADP, où l'émetteur a pour seule obligation d'assurer aux porteurs

---

<sup>1</sup> L'article L 225-126 actuel pose déjà cette condition préalable, mais seulement pour ce qui est des ADP et non pour les actions de priorité, seules les premières privant leurs porteurs du droit de vote. Le nouveau régime se calque donc sur cette logique en remplaçant dans le texte les ADP par les actions de préférence sans droit de vote (*article 5 du projet*).

<sup>2</sup> On note, à cet égard, quelques erreurs de référence contenues dans le projet du MEDEF. En premier lieu, l'article 8 du projet fait référence à l'article L 228-153 alors qu'il s'agit du L 225-153. En second lieu, l'article 9 du projet prévoit de modifier la deuxième phrase de l'article L 225-161, sans préciser qu'il s'agit bien de la deuxième phrase, mais du 5<sup>ème</sup> alinéa.

<sup>3</sup> Renvoi de l'article L 225-153 à l'article L 225-154 et de l'article L 225-161 à l'article L 225-162.

<sup>4</sup> Cette majorité des deux tiers est calquée sur celle qui est requise de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires qui statue sur l'émission des actions de préférence. Pour le MEDEF, il est inutile d'accorder des droits plus étendus aux obligataires en requérant leur accord unanime.

une égalité de traitement avec les actionnaires. L'accord des deux tiers ne constitue donc pas un régime plus souple par rapport aux ADP.

Il convient néanmoins d'ajouter le même bémol en matière de création d'actions de préférence que celui qui a déjà été soulevé en ce qui concerne la suppression de ces actions. En effet, le MEDEF renvoie sur ce point aux propositions du CNPF de 1993 et au projet de loi DDOEF consécutif à ces propositions. Mais on rappelle que le projet ne prévoit qu'une majorité simple pour l'assemblée générale de porteurs de titres complexes, et non une majorité des deux tiers. Si ces dispositions étaient confirmées, cela viendrait donc atténuer le dispositif de protection de ces porteurs.

Quoi qu'il en soit, la combinaison du projet de loi DDOEF et du projet de création des actions de préférence rend la création de ces dernières plus difficile lorsqu'il existe des porteurs de titres complexes que ce qui existe actuellement en matière d'ADP puisque la réunion d'une assemblée générale est nécessaire. Cela ne se perçoit pas à la lecture des seuls articles du projet. En effet, les **articles L 225-153 et L 225-161** renvoient seulement respectivement, comme nous l'avons vu plus haut, aux **articles L 225-154 et L 225-162**, qui posent le principe du respect de l'égalité de traitement applicable aujourd'hui dans le cadre des ADP. On peut en conclure que le MEDEF a encore une fois ici choisi de privilégier la protection des titulaires de valeurs mobilières complexes à la liberté de l'émetteur.

**Limites à la création.** La disposition qui existait en matière d'ADP concernant l'exclusion des dirigeants sociaux des éventuels bénéficiaires d'émission d'ADP ne se retrouve pas dans le projet sur les actions de préférence. Il semble donc que la société puisse créer des actions de préférence sans droit de vote au bénéfice de dirigeants sociaux. On peut, à certains égards, regretter cet oubli du projet car la justification de cette interdiction se comprenait assez facilement, et était tout à fait transposable aux actions de préférence sans droit de vote. Le désintéret du porteur d'un tel titre pour la vie de la société est incompatible avec les fonctions de dirigeant, au même titre que l'était la détention d'ADP.

**Modalités de l'émission.** Rien n'est dit dans le projet de loi quant au mode de création des actions de préférence. Or, si l'émission d'actions de préférence *en cours de vie sociale* peut se faire par voie d'*augmentation de capital*, elle pourrait aussi s'envisager par *conversion d'actions ordinaires*. On sait que cette possibilité existe actuellement en matière d'ADP. Néanmoins, cette conversion doit avoir été préalablement acceptée par l'assemblée générale des titulaires de titres complexes (OBSA, OCA, OEA) et l'assemblée spéciale des porteurs d'ADP déjà émises, car elle modifie la répartition du capital. Ces derniers peuvent donc faire échec à la conversion. Dans le silence du projet, on ne sait pas si une telle conversion pourrait être envisageable en ce qui concerne la création d'actions de préférence, et, si la réponse est positive, si cette même approbation serait également nécessaire<sup>1</sup>. Il faut toutefois admettre qu'au regard des difficultés

---

<sup>1</sup> Par transposition, il s'agirait de l'approbation des titulaires de valeurs mobilières complexes ou d'actions de préférence précédemment émises.

engendrées par ce type de conversion, les sociétés y recourent très rarement en pratique.

Aucune consécration n'est par ailleurs faite de la pratique des *penny shares* qui se fait en matière d'actions de priorité. Si les actions de préférence avec droit de vote sont prévues dans les statuts d'origine, leur prix de souscription peut-il alors être plus élevé que celui des actions ordinaires, du fait des droits supplémentaires conférés à leurs porteurs ? Il aurait été intéressant de donner une réponse législative positive à cette question afin de légaliser une pratique courante dont la légalité n'est cependant actuellement pas certaine.

Enfin, un projet de décret prévoit que l'émission d'actions de préférence donne lieu à une inscription au registre du commerce et des sociétés.

## **2. Une procédure de création en partie plus claire.**

### Article L 228-31 :

*La création de ces actions ne donne pas lieu à l'application des dispositions des articles L 222-8, L 225-14, L 225-147 et 148 relatifs aux avantages particuliers lorsque les actions ne sont pas émises au profit d'un ou plusieurs actionnaires identifiés.*

**La procédure des avantages particuliers.** L'article L 228-31 du Code de commerce exclut expressément la procédure des avantages particuliers lorsque les actions ne sont pas émises au profit d'un ou plusieurs actionnaires identifiés<sup>1</sup>. Cette précision permet de lever enfin le doute sur la nécessité ou non de respecter cette procédure, au demeurant lourde, lorsque la société émet des actions de priorité ou des ADP. La nouvelle catégorie des actions de préférence bénéficie donc, au contraire de ces deux anciennes catégories, d'une procédure plus claire. Deux cas de figure peuvent ainsi se présenter. Soit les actions sont accordées à tous les actionnaires. Il ne s'agit donc pas d'avantages particuliers et la procédure est écartée par la loi. Soit l'émission est faite au profit d'un ou plusieurs actionnaires déterminés et la personne se profile derrière la catégorie d'action<sup>2</sup>. Il faudra alors que l'émetteur respecte la procédure des avantages particuliers.

Pour autant, cette disposition nouvelle ne règle pas les nombreuses questions de la doctrine. Comme le soulignait de nombreux auteurs, en pratique, le choix n'est pas facile et l'émission ne rentre pas forcément clairement dans l'une des deux catégories. Ainsi, le même critère de la *transmissibilité des actions* peut être réutilisé... et réfuté. Tout n'est donc pas limpide pour autant.

**La tenu ou non d'une assemblée spéciale.** On se souvient qu'en matière d'actions de priorité, la doctrine était divisée quant à l'obligation pour l'émetteur d'obtenir l'accord d'une assemblée spéciale regroupant les actionnaires qui ne

---

<sup>1</sup> Que ce soit lors de la constitution (à cet égard, il s'agit de l'article L 225-8 et non L 222-8) avec ou sans appel public à l'épargne, ou lors d'une augmentation de capital.

<sup>2</sup> Ce sera souvent le cas lorsque la société fait appel à un groupe d'investisseur dans le cadre d'un plan de financement, notamment en ce qui concerne les sociétés de la nouvelle économie.

bénéficient pas de l'avantage octroyé. Le projet est silencieux sur ce point. Cependant, le rapport du MEDEF comporte un point appelé « protection des droits des actionnaires existants ». Le MEDEF y explique que la protection des droits des actionnaires existants est assurée par le fait que la décision de créer ou de ne pas créer des actions de préférence leur appartient. De ce fait, il centre la protection sur *l'information* qui doit leur être donnée au moment de l'émission. Ainsi, est cité l'exemple des sociétés cotées au marché secondaire, pour lesquelles ce type d'information est quérable au siège de la société et désormais généralement disponible sur le site internet de la société. On peut déduire de ce paragraphe que la tenue d'une assemblée spéciale des actionnaires ne bénéficiant pas de l'avantage octroyé est écartée dans le cadre de l'émission des actions de préférence. Le but d'une telle assemblée est bien de protéger les actionnaires existants, protection qui est clairement assurée ici par d'autres moyens. Néanmoins, on peut regretter que le projet ne se prononce pas directement sur ce point, qui, du coup, pourrait réapparaître dans les discussions doctrinales si la catégorie des actions de préférence était créée.

La société dispose en fin de compte, à quelques exceptions près, d'une assez grande liberté dans la création des actions de préférence. Le corollaire de cette liberté est la protection qui est accordée aux porteurs de ces actions dans tous les aspects importants de la vie sociale.

## **B. La protection corrélative des porteurs.**

Cette protection est présente tant dans la vie courante que lors de la survenance d'un événement exceptionnel dans la vie de la société. Mais c'est surtout les conditions mêmes d'exercice des droits des porteurs, aux travers de l'assemblée spéciale, qui constituent la modification la plus importante.

### **1. Un préalable nécessaire : l'assemblée spéciale.**

#### Article 6 du projet:

*Le troisième alinéa de l'article L 225-99 est modifié comme suit :*

*« Les assemblées spéciales ne délibèrent valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins sur première convocation le quart des actions ayant le droit de vote.*

*Sur deuxième convocation aucun quorum n'est requis ».*

Les actions de préférence constituent une catégorie d'actions. Les porteurs d'actions de préférence sont donc réunis en assemblée spéciale. A cette occasion, le MEDEF propose de réformer les règles de quorum de ces assemblées spéciales. Une telle réforme dépasse le seul cadre des actions de préférence et s'applique à tous les cas où la réunion d'une assemblée spéciale est requise.

On rappelle en effet qu'actuellement, *l'article L 225-99 du Code de commerce* dispose que l'assemblée spéciale ne délibère valablement que sur un quorum de la moitié (sur première convocation) ou d'un quart (sur deuxième convocation) des actions ayant le droit de vote. Comme on l'a constaté précédemment, ce quorum

est très lourd et rend parfois difficile la consultation des porteurs. Par ailleurs, s'il ne peut être réuni sur deuxième convocation, l'assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois, mais le même quorum est alors à nouveau requis. On peut ainsi aboutir à une situation de blocage total.

Le projet prévoit donc de réduire considérablement le quorum (un quart sur première convocation), voire même de le supprimer totalement sur deuxième convocation. Cette mesure protège à la fois les intérêts des porteurs – la loi peut donner plus de compétence aux assemblées spéciales puisque celles-ci sont plus simples à réunir – et les intérêts de l'émetteur – qui peut réunir plus facilement l'assemblée spéciale quand la loi l'y oblige.

## **2. La protection des porteurs dans la vie courante de la société.**

### Article L 228-37-1 :

*Les porteurs d'actions de préférence ont la faculté de désigner eux-même en assemblée spéciale l'un des commissaires aux comptes de la société aux fins d'établir un rapport spécial sur le respect par la société des droits particuliers attachés aux actions de préférence.*

### Article L 228-37-2 :

*Le contrat d'émission, ou les statuts, peuvent prévoir que la désignation d'un ou de plusieurs commissaires aux comptes n'est définitive qu'après décision de l'assemblée spéciale.*

**Commissaires aux comptes.** Les porteurs d'actions de préférence peuvent demander, par décision de leur assemblée spéciale, à l'un des commissaires aux comptes de la société d'établir un rapport spécial sur le respect par la société des droits particuliers attachés aux actions de préférence. Par ailleurs, le contrat d'émission ou éventuellement les statuts peuvent prévoir que la désignation d'un ou de plusieurs commissaires aux comptes n'est définitive qu'après décision de l'assemblée spéciale.

Ces droits conférés aux porteurs d'actions de préférence sont une première par rapport aux droits dont disposent actuellement les porteurs d'actions de priorité ou d'ADP. Certes, les porteurs d'ADP disposent du droit de faire connaître leur avis sur les questions soumises à l'assemblée, ce qui leur donne un moyen d'expression. Ils possèdent également les droits de tout actionnaire concernant la mise à disposition de documents sociaux, la désignation d'un expert ou la mise en œuvre de la procédure d'alerte. Les porteurs d'actions de priorité, quant à eux, bénéficient d'avantages par rapport aux actionnaires ordinaires. Ils ont donc *a fortiori* les mêmes droits politiques. Mais c'est tout autre chose ici.

D'une part, les porteurs peuvent *charger un commissaire aux comptes d'établir un rapport spécial*. Ils disposent donc du droit de faire appel à un expert pour déterminer si leurs droits sont respectés. L'émetteur peut ainsi être contrôlé si sa politique remet en cause les droits des titulaires d'actions de préférence. D'autre part, et c'est ce qui constitue une grande nouveauté, l'émetteur peut décider – dans

ses statuts ou dans le contrat d'émission – que *l'assemblée spéciale donne son accord à la désignation d'un ou de plusieurs commissaires aux comptes*. Cela donne aux porteurs une confiance supplémentaire dans celui qui pourra être ultérieurement chargé d'établir un rapport spécial. Ce nouveau poids des investisseurs dans les modes de contrôle de la société est certainement une réponse à la demande des *capital-risqueurs*, qui veulent aujourd'hui disposer de certaines garanties avant d'investir dans une société en manque de fonds propres. Il renforce également la position des porteurs d'actions de préférence sans droit de vote, en leur donnant un moyen de contrôle des affaires sociales en dehors de toute participation aux assemblées générales d'actionnaires.

A cet égard, on peut souligner que le choix de *l'instrumentum* laissé à l'émetteur pour insérer les dispositions concernant la désignation des commissaires aux comptes laisse perplexe. En effet, même si de telles mesures sont mises en place par le contrat d'émission lors d'une augmentation de capital par création d'actions de préférence, on voit mal comment ces mesures ne devraient pas figurer dans les statuts de la société qui, en général, règlent la question de la nomination des commissaires aux comptes. Une modification statutaire s'imposerait donc bien dans tous les cas.

On constate donc que l'assemblée spéciale ne se réunit pas seulement en cas de *modification* des droits des porteurs. Elle peut se réunir dès lors que ceux-ci désirent *exercer* certains de leurs droits collectifs. Reste à savoir quelles conséquences pourrait avoir un rapport spécial du commissaire aux comptes négatif. On peut songer à la mise en œuvre de la procédure d'alerte, par exemple, voire à des changements de dirigeant, notamment si les actions de préférence ont donné à leurs titulaires le pouvoir d'avoir un administrateur les représentant au conseil d'administration.

**Informations.** Le rapport du MEDEF dispose que les sociétés émettrices ont toute liberté, à titre d'information, d'adresser aux porteurs d'actions de préférence privés de droit de vote copie des convocations aux assemblées générales et du rapport annuel. Cette possibilité est présentée comme une simple remarque introductive au paragraphe sur la protection des porteurs d'actions de préférence. Le projet de modification des articles du Code de commerce n'en dit rien. Il s'agit en effet ici de laisser la plus grande liberté de gestion à l'émetteur, sans que celui-ci soit tenu par une disposition statutaire ou stipulée dans le contrat d'émission.

### **3. La protection des porteurs lors de la survenance d'un événement exceptionnel.**

Article L 228-33 :

*En cas de modification ou d'amortissement du capital, le contrat d'émission, ou les statuts, déterminent les incidences de ces opérations sur les droits des porteurs d'actions de préférence.*



Article L 228-35 :

*Toute modification juridique des droits attachés aux actions de préférence n'est définitive qu'après approbation par l'assemblée spéciale des porteurs d'actions de préférence.*

Article L 228-36 :

*En cas de fusion ou de scission, les actions de préférence peuvent être échangées contre des actions des sociétés bénéficiaires du transfert de patrimoine comportant des droits particuliers équivalents.*

*En l'absence d'échange contre des actions portant des droits particuliers équivalents, la fusion ou la scission est soumise à l'assemblée spéciale prévue à l'article L 225-99.*

**Modification ou amortissement du capital social.** Le contrat d'émission, ou les statuts, détermine les incidences des émissions ou de l'amortissement du capital sur les droits des porteurs d'actions de préférence. On sait qu'en matière d'actions de priorité ou d'ADP, aucune disposition de ce type n'existe actuellement. En ce qui concerne les certificats d'investissement, en revanche, la loi a prévu que les porteurs de certificats ont un droit préférentiel de souscription en cas de réalisation par la société de certaines opérations financières dans lesquelles les réserves sont prises en compte, ce qui inclus donc l'augmentation de capital ou son amortissement. Le projet est néanmoins plus souple puisqu'il laisse ici aux statuts, ou au contrat d'émission, le soin de définir les conséquences de telles opérations sur les droits des porteurs. L'émetteur pourra donc donner à ces porteurs plus ou moins de pouvoir de décision en ce qui concerne les événements importants de la vie sociale, selon ses besoins et selon les exigences des investisseurs financiers qui acceptent de souscrire des actions de préférence. Il pourra dans ce cadre leur accorder, par exemple, un droit préférentiel de souscription en cas d'augmentation de capital, voire même le droit d'approuver l'opération en assemblée spéciale. Tout dépend ainsi de ce que les investisseurs seront en mesure de réclamer à l'émetteur pour conforter leur position. A cet égard, il semble encore une fois que les dispositions les plus importantes devront figurer dans les statuts, qui, en général, déterminent les grandes modalités de variation du capital social.

**Modification des droits attachés aux actions de préférence.** Toute modification des droits des porteurs d'actions de préférence n'est possible qu'après approbation de l'assemblée spéciale. On retrouve ici l'application classique de ***l'article L 225-99 du Code de commerce*** sur la compétence de l'assemblée spéciale en cas de modification des droits des porteurs. Les modalités de réunion d'une telle assemblée sont simplement plus souples, au regard du quorum, ou de l'absence de quorum, institué par la loi.

**Modification de la situation de la société.** Les actions de préférence peuvent être échangées contre des actions des sociétés bénéficiaires du transfert de patrimoine

comportant des droits particuliers équivalents<sup>1</sup>. En l'absence d'échange, la fusion ou la scission est soumise à l'assemblée spéciale des porteurs d'actions de préférence. L'existence d'actions de préférence ne limite donc pas en elle-même la société dans ses opérations futures de restructuration. Une fusion ou une scission est possible sans qu'une consultation des porteurs soit nécessaire, et cela à la condition que les actions puissent être remplacées par d'autres actions de même catégorie émise par la société bénéficiaire. Ce n'est que si un tel échange est impossible que l'assemblée spéciale des porteurs devra se prononcer sur l'opération. En vérité, cette disposition se comprend facilement. Si les actions peuvent être échangées contre des actions de même catégorie, et comportant des droits particuliers équivalents, il n'y a pas modification des droits des porteurs. Ceux-ci n'ont donc pas à se prononcer. Reste à parier que la jurisprudence aura fort à faire avec la notion « d'équivalence » des droits...

Les porteurs bénéficient donc d'un certain nombre de mesures de protection de leurs droits, ce qui peut leur être utile, notamment lorsque les actions de préférence sont dépourvues de droit de vote.

---

<sup>1</sup> Ces dispositions sont à rapprocher du *projet de loi DDOEF* qui crée un *article 228-101* permettant le même type d'échange en ce qui concerne les valeurs mobilières complexes (OBSA, OCA ou OEA).

## **CONCLUSION.**

---

En conclusion, il faut saluer le mérite de ce projet de création des actions de préférence car il permet de simplifier grandement le droit français des valeurs mobilières dans le domaine des catégories d'actions. En effet, en lieu et place d'une pléthore de titres aux caractéristiques plutôt figées, se profile une catégorie d'actions unique, alternative intelligente à l'émission d'actions ordinaires, qui offre aux entreprises des possibilités d'adaptation et de modulation inconnues jusqu'alors.

Certes, des incertitudes subsistent, et il serait dommage de ne pas y répondre avant l'insertion des actions de préférence dans le droit positif. Mais il faut garder à l'esprit que le projet présenté ici par le MEDEF reste une première ébauche, un canevas susceptible d'inspirer les travaux du législateur. D'ailleurs, à supposer que ces propositions soient prises en compte par ce dernier, il faudra encore quelques années avant que la réforme ne soit engagée. Par comparaison, le projet de loi DDOEF, qui est aujourd'hui en voie d'être voté, reprend en partie les réflexions du MEDEF datant de... 1993. On voit donc que le processus est assez lent.

Dans ses conclusions, le MEDEF va cependant plus loin et cherche déjà à esquisser les évolutions à long terme qui seraient, à son avis, nécessaires, non seulement dans notre droit, mais plus encore au niveau européen. Il souhaiterait, dans ce cadre, renverser la règle actuelle applicable au droit préférentiel de souscription. En effet, *l'article 29-4 de la deuxième directive communautaire* fait aujourd'hui de l'existence du droit préférentiel de souscription le principe et de sa suppression l'exception. Le MEDEF aimerait voir renverser ce principe afin de faire de l'absence de droit préférentiel de souscription la règle. Pour lui, l'existence d'un tel droit au profit des actionnaires existants peut être un frein aux émissions de titres hybrides, ce que les investisseurs étrangers – c'est-à-dire non européens – ne comprennent pas toujours. Là encore une comparaison avec le droit américain peut être faite. En effet, l'absence de droit préférentiel de souscription est la règle, à défaut de dispositions contraires dans les statuts de la société, dans la plupart des Etats, sous l'impulsion des Etats les plus libéraux comme le Delaware.

Cette volonté de réformer les textes européens est révélatrice du déplacement de nos sources législatives. Demain, ce ne sera pas le droit français qui devra être réformé, mais bien le droit européen qui le chapote. Si une telle harmonisation des législations est souhaitable économiquement, on peut craindre que l'étude par le législateur européen des projets de réforme proposées par des institutions telles que le MEDEF soit encore plus longue qu'elle ne l'est actuellement au niveau nationale. Or, si on convient facilement de la nécessité de certaines réformes de notre droit positif, la réussite de ces réformes dépend aussi, quelque part, de la rapidité avec laquelle elles pourront être adoptées par le législateur, et cela, qu'il soit français ou européen.

## ***BIBLIOGRAPHIE.***

---

*Rien n'ayant été publié sur les propositions du MEDEF concernant les actions de préférence, cette bibliographie ne comprend que les ouvrages<sup>1</sup> ayant servi à la rédaction de la première partie de l'étude sur les régimes actuels.*

□ **Pour la partie sur le droit français.**

▪ Ouvrages généraux :

M. COZIAN – A. VIANDIER – F. DEBOISSY, *Droit des sociétés*, Litec, 14<sup>ème</sup> édition.

P. MERLE, *Droit commercial – Sociétés commerciales*, Dalloz, 8<sup>ème</sup> édition.

G. RIPERT et R. ROBLOT, *Traité de droit commercial*, tome I, LGDJ, 16<sup>ème</sup> édition.

Juridictionnaire Joly sociétés, édition 2000.

Jurisqueur Sociétés commerciales, édition 2001.

Lamy Sociétés commerciales, édition 2001.

Mémento Pratique Francis Lefebvre Sociétés commerciales, édition 2002.

▪ Ouvrage spécifique :

F-D. POITRINAL, *Le capital-investissement*, Guide juridique et fiscal, Galaxia éditions, 1996.

□ **Pour la partie sur le droit américain.**

▪ Ouvrage général :

H. G. HENN et J. R. ALEXANDER, *Laws of Corporations*.

▪ Thèse :

*Les actions de préférence en droit comparé*, sous la direction de René RODIERE, Travaux et recherches de l'institut de droit comparé de Paris, éditions A. Pedone, 1978.

---

<sup>1</sup> Seuls les ouvrages sont ici répertoriés, les articles de presse ayant été cités au fur et à mesure de l'étude.

Les actions de préférence:  
*étude des propositions du MEDEF pour une modernisation du droit des valeurs mobilières.*

□ **Sites internet.**

[www.medef.fr](http://www.medef.fr): pour la consultation du projet du MEDEF sur les actions de préférence.

[www.cob.fr](http://www.cob.fr) : pour la consultation du rapport de la COB sur l'introduction en France des actions traçantes.

[www.legifrance.gouv.fr](http://www.legifrance.gouv.fr): pour la consultation du projet de loi DDOEF adopté par le Sénat le 10 octobre 2001.