

Jacques Graas

Université Paris II Panthéon-Assas

**LES « ACTIONS DE PRÉFÉRENCE »
EN DROIT LUXEMBOURGEOIS**

Sous la direction de Monsieur le Professeur Michel Germain

Magistère de Juriste d'Affaires – Master 2 – DJCE

Mai 2007

« L'université Panthéon Assas (Paris II) Droit - Economie - Sciences sociales, n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les mémoires de fin d'études; ces opinions devront être considérées comme propres à leurs auteurs. »

REMERCIEMENTS

Je voudrais remercier Maître Franz Fayot (Elvinger, Hoss&Prussen), Maître Marc Feider (Allen&Overy Luxembourg) et Maître Guy Harles (Arendt&Medernach) pour avoir eu la gentillesse de répondre à mes questions et de partager leur expérience de praticien avec moi. Evidemment toute opinion exprimée dans ce mémoire reflète la seule pensée de son auteur.

PRINCIPALES ABRÉVIATIONS ET

MODE DE CITATION

ALJB.....	Association luxembourgeoise des juristes de banque
AMF.....	Autorité des marchés financiers
ANSA.....	Association nationale des sociétés anonymes
ADPSDV.....	Action à dividende prioritaire sans droit de vote
Bull. Cass.	Bulletin des arrêts de la Cour de cassation, chambres civiles
Bull. Cercle Fr. Laurent..	Bulletin Cercle François Laurent
COB.....	Commission des opérations boursières (prédécesseur de l'AMF)
C. Paris.....	Cour de Paris
CA Paris..	Cour d'appel de Paris
Cass.	Cour de cassation
Cass. civ.	Cour de cassation, chambre civile
Cass. com.	Cour de cassation, chambre commerciale
D.	Recueil Dalloz
Doc. parl.	Documents parlementaires
Éd.	édition
JCP éd. E.....	Jurisclasseur périodique, La semaine juridique, édition entreprise
JO.....	Journal officiel de la République
Journal des Sociétés.....	Journal des Sociétés civiles et commerciales (édition Larose)
LSC.....	Loi sur les sociétés commerciales du 10 août 1915
Mém.	Mémorial (équivalent luxembourgeois du JO)
Rev. Soc.	Revue du droit des Sociétés
RJ com.	Revue de jurisprudence commerciale
RJDA.....	Revue de jurisprudence de droit des affaires (éd. F. Lefèbvre)
RPS.....	Revue pratique des sociétés (revue belge)
RTD com.	Revue trimestrielle du droit commercial
th.	thèse
Trib. Arr.	Tribunal d'arrondissement au Luxembourg
Trib. com.	Tribunal de commerce

PLAN

INTRODUCTION	<i>p.8</i>
PREMIÈRE PARTIE : Les actions de préférence sur base de la liberté contractuelle	<i>p.16</i>
(I) La question de la validité des actions de préférence	<i>p.16</i>
(A) <u>Le rôle de la liberté contractuelle en droit des sociétés</u>	<i>p.16</i>
1) <i>Le débat sur la nature juridique de la société et ses conséquences sur la portée de la liberté contractuelle</i>	<i>p.16</i>
2) <i>La limite de l'ordre public et le respect du principe d'égalité</i>	<i>p.19</i>
(B) <u>Le principe de la légalité reconnue</u>	<i>p.24</i>
1) <i>Par analogie avec le droit français</i>	<i>p.24</i>
2) <i>Argument de texte</i>	<i>p.29</i>
(II) Opportunité d'une intervention législative	<i>p.32</i>
(A) <u>La nature de la préférence</u>	<i>p.32</i>
1) <i>Des principes à respecter</i>	<i>p.32</i>
a) <i>Le principe d'égalité</i>	<i>p.33</i>
b) <i>Interdiction des clauses léonines</i>	<i>p.33</i>
c) <i>Principe une action – une voix</i>	<i>p.34</i>

d) Principe dit de l'organisation hiérarchique de la société anonyme	p.35
e) Respect de la qualité d'actionnaire	p.36
f) Autonomie de la personne morale	p.37
2) <i>Une large liberté dans l'attribution de la préférence</i>	p.37
a) Droits pécuniaires	p.40
b) Droits politiques	p.52
c) Cas spécifique des actions traçantes	p.59
(B) <u>Le régime des actions de préférence</u>	p.61
1) <i>L'émission</i>	p.61
2) <i>La conversion</i>	p.63
3) <i>Le rachat</i>	p.65
4) <i>La protection des actionnaires de préférence</i>	p.68
(C) <u>Bilan</u>	p.70

DEUXIÈME PARTIE : Les actions de préférence sur base légale p.74

(I) Action à dividende prioritaire sans droit de vote p.74

(A) Le modèle français p.74

1) *Emission des ADPSDV* p.75

2) <i>Les droits attachés</i>	<i>p.76</i>
a) Droits financiers	<i>p.76</i>
b) Droits de participation	<i>p.77</i>
(B) <u>La version luxembourgeoise</u>	<i>p.77</i>
1) <i>Emission des ADPSDV</i>	<i>p.78</i>
2) <i>Les droits attachés</i>	<i>p.79</i>
a) Droits financiers	<i>p.79</i>
b) Droits de participation	<i>p.80</i>
(II) Parts bénéficiaires	<i>p.82</i>
(A) <u>Nature et droits attachés des parts bénéficiaires</u>	<i>p.82</i>
1) <i>Nature des parts bénéficiaires</i>	<i>p.82</i>
2) <i>Droits attachés aux parts bénéficiaires</i>	<i>p.85</i>
a) Droits financiers	<i>p.85</i>
b) Droits politiques	<i>p.88</i>
(B) <u>Régime des parts bénéficiaires</u>	<i>p.93</i>
1) <i>Négociabilité</i>	<i>p.93</i>
2) <i>Conversion</i>	<i>p.93</i>
3) <i>Suppression</i>	<i>p.95</i>
CONCLUSION	<i>p.97</i>
BIBLIOGRAPHIE	<i>p. 101</i>

INTRODUCTION

« Tous les animaux sont égaux, mais certains sont plus égaux que d'autres »¹.

Tels les animaux dans le roman de George Orwell, les actionnaires dans la jungle des sociétés anonymes ne bénéficient que d'une égalité théorique. En pratique les besoins de la vie sociale, notamment la nécessité d'un financement adéquat, font que certains actionnaires jouissent de plus de droits que d'autres. On parle alors d'actions de priorité², d'actions privilégiées³, d'actions préférentielles⁴ ou encore d'actions de préférence.

Toutes ces dénominations sont des traductions du concept anglo-saxon des *Preferred Shares*⁵ ou *Preferred Stock* qui s'opposent aux *Ordinary Shares* ou *Common Stock*. Le régime anglo-saxon, notamment américain, est dominé par un très grand libéralisme qui anime l'ensemble du droit des actions. Les investisseurs américains sont donc habitués à des instruments très souples qui peuvent être adoptés à leurs besoins individuels et qui permettent d'optimiser leur investissement.

Les actions de préférence sont un élément très important pour inciter des investisseurs à entrer dans le capital d'une société lors de sa constitution ou en cours de vie sociale. Ainsi lors de la constitution on est souvent en présence de différents types d'apports et il se peut notamment que certains apports en nature (p.ex : un brevet, logiciel) présentent un aléa quant à leur valeur. Il est probable que les apporteurs en numéraire n'accepteront alors d'entrer dans le capital qu'à condition de bénéficier de droits supplémentaires par rapport aux apporteurs en nature. A noter que selon la nature de l'apport la situation inverse pourrait également se présenter. En cours de vie sociale

¹ Traduction de “*All animals are equal, but some are more equal than others*”, citation du roman *Animal Farm* par George Orwell.

² Dénomination choisie par le droit français avant l'ordonnance du 24 juin 2004 (article 269 de la loi du 24 juillet 1966 et article 34 du Code de commerce en vigueur avant la loi de 1966).

³ Jacques Delvaux, *La Société Anonyme*, 2005, p. 229 (polycopié distribué dans le cadre des cours complémentaires en droit luxembourgeois obligatoires en vue de l'admission au barreau du Luxembourg)

⁴ Alain Steichen, *Précis de Droit des sociétés*, Editions Saint-Paul, 1^{ère} édition, 2006, n° 741.

⁵ Pour une étude du droit américain qui continue à faire autorité, Richard M. Buxbaum : « Preferred Stocks – Law and draftmanship », *California Law Review*, 1954, 243 s.

les actions de préférence jouent notamment un rôle lorsque la société rencontre des difficultés financières. Pour promouvoir l'investissement risqué dans une société en difficulté, cette dernière pourra alors créer des actions de préférence au profit des financiers venus en secours.

D'une manière plus générale la possibilité d'attribuer des droits particuliers à des actionnaires est une nécessité pour permettre le développement de l'industrie du capital-risque. Des financiers ne seront prêts à prendre des risques qu'à condition d'avoir un rendement potentiel très important et de profiter des bénéfices en priorité par rapport aux fondateurs. Par ailleurs les actions de préférence jouent un rôle important dans les montages de *Leverage Buy-Out* (LBO), notamment parce qu'il s'agit d'un instrument intéressant pour rémunérer les managers.

Les actions de préférence apparaissent donc comme un « *titre merveilleux qui se prête à de multiples combinaisons et applications* »⁶, mais qui est souvent mal compris par les praticiens. En France le législateur a consacré la possibilité de créer de tels titres une 1^{ère} fois il y a plus de 100 ans (loi du 9 juillet 1902) et il a remodelé complètement leur régime par l'ordonnance du 24 juin 2004 dans l'espoir de rendre son droit plus attractif pour des investisseurs étrangers. Depuis cette réforme le terme « action de préférence » a remplacé celui de « action de priorité » et les autres formes d'actions spécifiques qui existaient sous l'ancien droit français.

Dans le titre de ce mémoire nous avons choisi de retenir cette même expression pour illustrer la vocation comparatiste de notre devoir, alors même que le terme « action de préférence » n'est consacré ni par le législateur, ni par la jurisprudence ou la doctrine luxembourgeois. Avant de voir quels concepts nous regroupons pour les besoins de ce mémoire sous ce terme, nous présenterons très brièvement l'histoire et les principes du droit luxembourgeois, notamment du droit des sociétés.

⁶ C. Houpin, « De l'usage des actions de priorité », *Journal des Sociétés*, 1905, p.244.

1) *Histoire et principes du droit luxembourgeois*

Le système juridique d'un pays est toujours le résultat de son Histoire et de ceux qui y ont exercé le pouvoir. Le Luxembourg, jadis connu sous le nom de Gibraltar du Nord à cause de l'importance de ses fortifications, était un endroit d'une grande valeur stratégique à la frontière de la France et de l'Allemagne, rivaux traditionnels sur le continent européen. Par conséquent le Luxembourg changea souvent de souverain et à la fin du 18^{ème} siècle ce qui était encore à l'époque un Duché était sous la domination de la France révolutionnaire. Lors de la création de l'empire français par Napoléon, le Luxembourg en faisait partie et était connu sous le nom de « Département des eaux et forêts ». Au moment de la promulgation du Code Napoléon en 1804 ce texte s'appliqua donc logiquement au Luxembourg et il est resté en vigueur jusqu'à nos jours en prenant le nom de Code civil. De larges parties du Code civil luxembourgeois sont identiques à son homologue français, notamment les principes généraux (l'application de la loi dans le temps, la territorialité, etc.), le droit des biens, le droit de la responsabilité civile et le droit des contrats (articles 1134, vices de consentement, contrat de société, etc.). Evidemment il existe des textes spécifiques et notamment en droit de la famille certaines évolutions se sont faites séparément ou à un moment différent, les mœurs luxembourgeoises étant différentes des mœurs françaises. Il n'empêche que le droit civil luxembourgeois reste très largement imprégné du droit civil français et en cas de litige il est habituel d'invoquer la jurisprudence, voire la doctrine française.

En droit des sociétés le Luxembourg a dans un 1^{er} temps également été sous l'influence française, car d'une part les articles du Code civil sur les sociétés civiles étaient les mêmes et d'autre part on appliquait le Code de commerce tel qu'il a été promulgué en 1808 par Napoléon. Mais le caractère fragmentaire de ce Code devait s'avérer insuffisant pour accompagner le développement économique du Grand-Duché, statut reconnu au Congrès de Vienne en 1815. Voilà pourquoi le gouvernement décida en 1882 une refonte complète du droit des sociétés. Il chargea le grand juriste belge, Albert Nyssens, professeur de droit commercial à la faculté de Louvain, avec la rédaction d'un

projet⁷ en lui demandant de s'inspirer du droit belge. Nyssens ne se contentait pas d'adapter le droit belge, mais proposa un projet ambitieux qui fut jugé trop osé et finalement rejeté par le Parlement. Le projet de Nyssens fut repris en 1906 par Jean Corbiau, un disciple d'Eudore Primez, qui le modifia pour être le plus fidèle possible à la législation belge⁸. Cette proposition fut reprise quasi mot pour mot par la loi du 8 août 1915 sur les sociétés commerciales⁹ qui, tout en ayant subi une série de modifications, constitue encore aujourd'hui le cœur du droit des sociétés luxembourgeois. Cette parenté avec le droit belge explique que les sources doctrinales et jurisprudentielles belges constituent une base de données privilégiées pour les juristes luxembourgeois. Mais l'influence du droit des sociétés français ne doit pas être négligée et notamment la S.à r.l. a été introduite en droit luxembourgeois en 1933¹⁰ sur base du modèle français. A noter qu'évidemment le Luxembourg en tant que membre de l'Union européenne doit également appliquer toutes les normes européennes.

En pratique les juristes luxembourgeois se tournent aussi bien vers le droit belge que le droit français. Souvent le choix est purement opportuniste en fonction de la solution juridique recherchée et dépend du pays dans lequel on a poursuivi ses études juridiques¹¹. Ce recours au droit étranger se fait sans complexe et est une nécessité dans la vie juridique luxembourgeoise. En effet la jurisprudence, notamment en matière de droit des sociétés, n'est pas très riche et il n'existe qu'une véritable revue juridique qui ne paraît que quatre fois par an¹². De même la doctrine est assez limitée : en droit des sociétés le premier précis, rédigé par Alain Steichen, Professeur de droit à l'université de Nancy 2, à l'université de Luxembourg et avocat à la cour, vient de paraître en 2006, et à

⁷ A. Nyssens, Avant-projet de loi sur les sociétés commerciales rédigé à la demande du Gouvernement du Luxembourg, Travaux préparatoires et documents parlementaires, 1882-1915.

⁸ J. Corbiau, Des sociétés commerciales, Avant-projet de loi élaboré pour le Grand-Duché de Luxembourg, Victor Bück, 1906.

⁹ Publiée au Mémorial A n° 090 du 30 octobre 1915 et consultable sur www.legilux.lu.

¹⁰ Loi du 18 septembre 1933.

¹¹ Il convient de remarquer que l'université de Luxembourg n'offre pas un cycle complet en droit et que tous les juristes locaux sont donc titulaires de diplômes belges ou français.

¹² La Pasirisie (avec souvent des retards considérables, ainsi la dernière parution date de 2005). A côté il y a des publications périodiques de jurisprudence par la Conférence du Jeune Barreau et dans les Annales du droit luxembourgeois. Par ailleurs les grands cabinets de la place ont souvent une équipe en charge de la publication interne des décisions les plus récentes. A noter qu'en droit bancaire et financier il existe des revues spécialisées.

côté il n'existe que le cours photocopié que le notaire Jacques Delvaux distribue dans le cadre des cours préparatoires au barreau luxembourgeois. Le droit des sociétés luxembourgeois est donc difficile à pénétrer, il reste profondément un droit de la pratique et on peut regretter le manque de clarté pour un pays qui a l'ambition de figurer parmi les places d'investissement les plus attractifs. D'un autre côté cette souplesse donne naissance à un certain pragmatisme qui est de l'essence de la vie des affaires et permet une grande capacité d'adaptation de notre droit à des problèmes nouveaux.

Cependant il serait faux de considérer le droit luxembourgeois comme une simple compilation de droits étrangers. Au fil des années et au vu des besoins spécifiques du Luxembourg en tant que place bancaire et plaque tournante d'investissements, le Grand-Duché a su développer certaines originalités et la doctrine parle désormais d'une « *singularisation croissante du droit des sociétés luxembourgeois* »¹³.

A noter que les sociétés civiles restent régies par les articles 1832 à 1873 du Code civil.

2) *La signification de l'expression « action de préférence »*

Par le terme action de préférence nous regroupons en réalité trois concepts différents du droit luxembourgeois:

- Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote régies par les articles 44 à 47 de la loi sur les sociétés commerciales du 8 août 1915 (par la suite on se référera à cette loi par l'abréviation « LSC ») telle que modifiée par la loi du 8 août 1985 ;
- Les titres ou parts bénéficiaires reconnus par l'article 37, alinéa 2, de la LSC : « *Indépendamment des actions représentatives du capital social, il peut être créé des titres ou parts bénéficiaires. Les statuts déterminent les droits qui y sont attachés* ». Ces parts ne sont pas des actions au sens juridique du terme comme il

¹³ Steichen, ouvr. préc., n° 14.

ressort très clairement de la loi et il peut donc paraître étonnant de les inclure dans une étude sur les « actions » de préférence. Mais l'inclusion des parts bénéficiaires nous semble indispensable, car ces instruments, très prisés par la pratique, sont *de facto* traités comme des actions et remplissent des fonctions attribuées en France aux actions de préférence ;

- Les « vraies » actions de préférence qui ne sont pas expressément reconnues par le législateur, mais qui sont créées sur base de la liberté contractuelle et de l'article 1134 du Code civil luxembourgeois qui reprend le texte de l'article 1134 du Code civil français.

Le paysage juridique luxembourgeois en la matière est donc assez original. Le législateur a mis en place un texte précis prévoyant un titre spécifique, l'action à dividende prioritaire sans droit de vote (par la suite « ADPSDV ») qui ressemble à l'instrument du même nom créé en France par la loi du 13 juillet 1978 et qui y est un titre en voie de disparition depuis l'entrée en vigueur de l'ordonnance du 24 juin 2004.

A côté de ce titre réglementé le législateur mentionne encore la possibilité de créer des titres ou parts bénéficiaires¹⁴, tout en laissant aux statuts le soin de préciser les droits qui y sont attachés. Dans le domaine des parts bénéficiaires la liberté contractuelle joue donc un rôle prééminent.

Mais aucun texte ne parle expressément¹⁵ de la possibilité de créer des actions bénéficiant de droits supplémentaires par rapport aux actions ordinaires. La loi ne connaît que les actions ordinaires et les actions sans droit de vote à dividende privilégié. Cependant en pratique on trouve un large panorama d'actions avec des droits supplémentaires qu'ils soient de nature pécuniaire (dividende prioritaire, priorité sur le boni de liquidation, etc.) ou de nature politique (droit d'information supplémentaire, droit de consultation, etc.). Le Luxembourg, terre de prédilection pour des investisseurs

¹⁴ Par la suite nous nous contenterons de parler de « parts bénéficiaires ».

¹⁵ Comme nous allons voir par la suite la LSC parle à plusieurs reprises de « catégories d'actions » et on peut donc y voir une reconnaissance implicite des actions de préférence.

étrangers à cause de ses divers véhicules d'investissement faciles à mettre en œuvre et fiscalement attractifs, ne peut évidemment pas se priver des actions de préférence et en dehors du cadre légal ce sont donc les praticiens qui les ont imposées.

A 1^{ère} vue la structure du droit luxembourgeois en la matière peut paraître incohérente. D'un côté le législateur prend le soin de préciser d'une manière assez détaillée le régime d'un titre précis, l'action à dividende prioritaire sans droit de vote. De l'autre côté il ne se soucie guère des parts bénéficiaires et laisse toute sa souveraineté à la liberté contractuelle pour les autres « constructions » d'actions. En réalité cela n'est que le signe de la large place attribuée à la liberté contractuelle en droit des sociétés luxembourgeois. Ainsi le Conseil d'Etat luxembourgeois¹⁶ a pu affirmer que « *le principe de liberté des conventions [...] est un des fondements de notre législation, et auquel on ne doit donc déroger que pour motifs graves.* »¹⁷ Le droit luxembourgeois a toujours été marqué par le pragmatisme et la confiance en les milieux professionnels, mais cette confiance ne doit évidemment pas aller jusqu'à permettre des agissements illégaux et il faut toujours respecter l'ordre public sociétaire. Ainsi par exemple le principe une action – une voix fait partie de cet ordre public et il a fallu une intervention législative pour permettre la séparation du capital et du pouvoir à travers les actions sans droit de vote à dividende prioritaire. Mais aussi longtemps que l'exercice de l'autonomie de la volonté se fait dans le respect de l'ordre public le législateur ne conçoit pas l'intérêt d'une intervention.

Comme l'indique son intitulé, l'objet de ce mémoire consiste dans l'analyse des actions de préférence telles que définies ci-dessus. Dans le cadre de cette analyse nous comparerons les possibilités offertes par le droit français et le droit luxembourgeois ce qui nous amènera à nous prononcer sur l'opportunité d'une intervention du législateur luxembourgeois. In fine cette analyse devrait permettre de juger si l'ordonnance du 24 juin 2004 accueillie très favorablement par la quasi-totalité des milieux juridiques était

¹⁶ Le Conseil d'Etat n'est pas une juridiction comme en France, mais il joue le rôle de deuxième chambre parlementaire. Il donne des avis sur les projets de lois qui ont une véritable importance pratique et politique, mais en droit il ne dispose pas de moyen pour bloquer la mise en place d'une loi.

¹⁷ Avis du Conseil d'Etat du 11 juin 1909 sur le projet de loi Corbiau concernant le régime des sociétés commerciales, Doc. parl. de la LSC.

vraiment un texte nécessaire ou si le meilleur chemin n'avait pas consisté à accorder une place encore plus importante à la liberté contractuelle ?

L'analyse du droit luxembourgeois des actions de préférence se fera en deux temps :

Première Partie – Les actions de préférence sur base de la liberté contractuelle

Deuxième Partie – Les actions de préférence sur base légale

PREMIERE PARTIE : LES ACTIONS DE PRÉFÉRENCE **SUR BASE DE LA LIBERTÉ CONTRACTUELLE**

En dehors de l'action sans droit de vote à dividende prioritaire et des parts bénéficiaires, toutes les actions qui confèrent des droits ou obligations supplémentaires sont créées sur base de la liberté contractuelle. Après avoir analysé la validité même de cette création (I), nous apprécierons l'opportunité d'une intervention législative pour mettre fin au « règne » de la liberté contractuelle (II).

I) La question de la validité des actions de préférence

Le droit luxembourgeois accorde traditionnellement un rôle important à la liberté contractuelle en droit des sociétés (A), ce qui explique qu'on peut reconnaître le principe de légalité des actions de préférence en dehors d'une base textuelle (B).

(A) Le rôle de la liberté contractuelle en droit des sociétés

1) Le débat sur la nature juridique de la société et ses conséquences sur la portée de la liberté contractuelle

Le débat sur la nature juridique de la société anime la doctrine depuis longtemps. Traditionnellement deux conceptions s'opposent : d'un côté il y a ceux qui considèrent la société avant tout comme un contrat. Cette thèse issue du droit romain et défendu notamment par Pothier et Domat repose essentiellement sur l'article 1832 du Code civil qui définit effectivement la société comme un contrat. Mais cette vue des choses a été critiquée, notamment pour deux raisons. D'une part on a soutenu que plus qu'un contrat la société serait un acte unilatéral collectif¹⁸ comme il y a mise en commun de volontés au même contenu et non à un contenu antagoniste. D'autre part qualifier la société de contrat c'est négliger le fait que sa condition juridique, notamment son accession à la

¹⁸ voir notamment J. Flour et J-L Aubert, « Les obligations, t. 1, L'acte juridique », 7^{ème} éd., 1996, n° 515

personnalité juridique, est largement déterminée par la loi et par ailleurs le recours systématique à la loi de la majorité ne paraît pas en conformité avec l'idée de contrat qui repose sur l'unanimité. Ces critiques ont alimenté un deuxième courant qui considère que la société est une institution. Leurs chefs de file Renard¹⁹ et Gaillard²⁰ ont essayé d'appliquer à la société la théorie publiciste de l'institution telle qu'elle a été systématisée en droit administratif par le Doyen Hauriou. La société serait donc « *l'acceptation en vue de la poursuite d'un intérêt commun, par la majorité des membres d'un groupe de personnes, d'une organisation sociale* »²¹. Cette théorie a l'avantage d'expliquer pourquoi les associés, une fois la société constituée, perdent une large partie de leur pouvoir d'initiative et se trouvent liés par des textes légaux impératifs. De même elle permet d'expliquer la loi de la majorité, mais cette théorie n'échappe pas à toute critique. D'une part le régime de l'institution reste très vague et d'autre part la théorie de l'institution ne permet pas d'expliquer des structures sociétaires dans lesquelles l'aspect contractuel est prédominant, notamment la société en participation. Au vu de l'imperfection de ces deux thèses et de l'intérêt pratique négligeable, la doctrine classique semblait avoir abandonné ce débat. Une doctrine moderne l'a pourtant relancé en estimant que la société est avant tout au service d'une finalité. Le doyen Ripert a été le premier à avancer cette idée, mais c'est l'école de Rennes avec Champaud²² et notamment Paillusseau qui l'a conceptualisée. Dans sa thèse²³ ce dernier a soutenu que « *la société n'est qu'une technique juridique mise au service de l'entreprise* ». La société et plus particulièrement la personnalité morale est recherchée par les associés afin de pouvoir agir plus efficacement. En effet la société est la structure la plus adaptée au fonctionnement de l'entreprise et elle facilite son développement. Cette conception fonctionnelle de la société, recherchée en tant que technique d'organisation, a été acceptée par la doctrine majoritaire et a eu des conséquences sur le débat quant à sa nature. Ainsi le professeur Champaud a estimé que « *la thèse fonctionnelle a eu des conséquences juridiques et conceptuelles dont il ne fait pas de doute qu'elles transportent*

¹⁹ Renard, *L'institution*, 1923.

²⁰ Gaillard, *La société anonyme de demain, la théorie institutionnelle et le fonctionnement de la société anonyme*, 2^{ème} éd., 1933.

²¹ M. Hauriou, *Précis de droit administratif*, Sirey, 11^{ème} éd., 1927.

²² C. Champaud, *Le pouvoir de concentration de la société par actions*, Sirey, 1962.

²³ J. Paillusseau, *La société anonyme technique d'organisation de l'entreprise*, Paris, 1967.

radicalement la société hors du droit des contrats, si ce n'est hors du droit privé ». ²⁴ Sans vouloir entrer dans les détails on peut donc affirmer que la vision de la société-institution était prédominante dans la doctrine française de la 2^{ème} moitié du XXème siècle.

A noter que depuis quelques années une partie de la doctrine observe un « *renouveau du droit contractuel en matière sociétaire* » ²⁵. Ainsi la mise en place des sociétés par actions simplifiées par la loi du 3 janvier 1994, la réforme des valeurs mobilières d'abord par la loi du 14 décembre 1985 et ensuite par l'ordonnance du 24 juin 2004, la redécouverte de la société en commandite par actions et le rôle croissant des pactes de préférence ne sont que quelques indicateurs de cette tendance.

La question de la nature de la société s'est également posée au Luxembourg, mais contrairement à ce qui s'est passé en France, l'aspect contractuel y a traditionnellement été privilégié ²⁶. Des techniques contractuelles ont toujours été utilisées dans la mesure du possible afin d'infléchir le cadre réglementaire des différents types de sociétés et souvent les rédacteurs des statuts étaient en avance par rapport au législateur. Ainsi par exemple le droit préférentiel de souscription au profit des actionnaires existants n'a été introduit dans la législation luxembourgeoise qu'en 1983 ²⁷. Mais même avant l'intervention législative l'attribution statutaire d'un droit préférentiel de souscription était fréquente, sans être systématique. En effet l'absence de droit préférentiel de souscription pouvait dans certaines situations être avantageuse pour des investisseurs étrangers et nombre de praticiens ont d'ailleurs regretté la restriction de leur liberté dans la rédaction des statuts. L'importance de la liberté contractuelle est soulignée par la loi même. Ainsi aux termes de l'article 1^{er} de la LSC « *Les sociétés commerciales sont celles qui ont pour objet des actes de commerce. Elles se règlent par les conventions des parties, par les lois et usages*

²⁴ C. Champaud, « Le contrat de société existe-t-il encore? », in *Le droit contemporain des contrats*, Economica, 1987, p.132.

²⁵ J.-P. Bertrel, « Essai d'une théorie du juste milieu en droit des sociétés », *RTD com.*, 1996, p.595 qui plaide en faveur d'une solution mixte institution-contrat pour la nature de la société ; voir aussi M. Jeantin, « Droit des obligations et droit des sociétés, *Mélanges Boyer*, Paris, 1996, p. 16 et Y. Guyon, *Les Sociétés – Aménagements statutaires et conventions entre associés* in *Traité des contrats* sous la direction de J. Ghestin, LGDJ, 2002, 5^{ème} éd.

²⁶ G. Harles et P. Beissel, « La société – Nature juridique et perspectives luxembourgeoises », *ALJB*, t. 3, p. 1008.

²⁷ Loi du 24 avril 1983 modifiant l'article 32-3 de la LSC.

particuliers au commerce et par le droit civil. » Le législateur reconnaît que les sociétés sont régies par les conventions des parties, avant même les lois, et se prononce donc clairement en faveur de la thèse de la société-contrat. La conséquence pratique en est qu'il est légitime d'accorder une place plus importante à la liberté contractuelle et il s'agit d'un 1^{er} élément qui permet de justifier la création des actions de préférence en dehors d'une base légale. Cependant cette liberté contractuelle n'est évidemment pas sans limite et il convient de respecter en permanence l'ordre public.

2) *La limite de l'ordre public et le principe d'égalité*

La notion d'ordre public en droit luxembourgeois a la même signification qu'en droit français : il s'agit de toutes les règles impératives auxquelles on ne peut déroger par des conventions particulières (voir article 6 du Code civil) et vu la généralité de la notion on rencontre les mêmes difficultés en droit luxembourgeois qu'en droit français lorsqu'on essaie d'en préciser les contours²⁸. En droit des sociétés on parle d'ordre public sociétaire²⁹ qui se dédouble en ordre public de protection, c'est-à-dire celui qui vise à protéger l'intérêt de personnes spécifiques (des tiers en relation avec la société, les associés entre eux ou par rapport à la société), et en ordre public de direction, qui vise à garantir l'intérêt propre et le bon fonctionnement de la société elle-même. Le caractère d'ordre public peut être expressément prévu par la loi ou en découler implicitement ou encore être reconnu à travers des principes généraux par la jurisprudence.

Dans le cadre de l'analyse de la validité des actions de préférence il faudra s'interroger si la création de catégories différentes d'actions en dehors de base textuelle explicite ne porte pas atteinte à des règles d'ordre public et notamment au principe d'égalité de traitement des actionnaires. Encore faut-il alors établir la réalité de ce principe et sa valeur.

²⁸ P. Mousel, « Lois impératives, supplétives ou d'ordre public: Essai de classification », in Livre jubilaire de la Conférence St. Yves, Luxembourg, 1986, N° 15.

²⁹ Simonart, *L'ordre public. Concepts et applications*, Bruxelles, 1995 ; M. Harles et D. Spielmann, « L'ordre public dans la vie des affaires », *Bull. Cercle Fr. Laurent*, 1999 IV, p. 45.

Il s'agit d'un drôle de principe. Certes la doctrine reconnaît le caractère intrinsèquement démocratique de la société anonyme³⁰ et admet l'existence d'un principe d'égalité des actionnaires³¹, mais ce principe n'est pas expressément reconnu par le législateur et dans les faits on observe de nombreuses inégalités entre actionnaires. Il suffit de penser à la loi de la majorité pour voir que l'égalité des actionnaires est souvent une illusion. D'où l'interrogation : « *Egalité des actionnaires : mythe ou réalité ?* »³². En effet il paraît illusoire de vouloir mettre sur un pied d'égalité des personnes ayant des aspirations très différentes : entre des « actionnaires de contrôle »³³, des actionnaires institutionnels classiques qui veulent participer à la vie sociale, et des « bailleurs de fond », des actionnaires financiers qui ne cherchent qu'un rendement financier maximum, il y a des différences significatives.

Il n'empêche que la loi luxembourgeoise de même que la loi française connaît un certain nombre d'applications de ce principe d'égalité : le principe une action - une voix conçu de manière très stricte³⁴ au Luxembourg (article 67, alinéa 4 de la LSC), la procédure des conventions réglementées (article 57 de la LSC), la jurisprudence sur l'abus de majorité³⁵, la sanction de l'abus de biens sociaux (article 171-1 de la LSC), le droit de chaque actionnaire à la même information, etc. Par ailleurs il ne faut pas oublier que l'égalité de traitement est un principe fondamental du droit luxembourgeois consacré par la Constitution³⁶ et il est donc logique de l'appliquer en matière de droit des sociétés. D'ailleurs le Conseil constitutionnel français n'a pas hésité à appliquer le principe d'égalité³⁷ aux personnes physiques membres d'une personne morale lors d'un recours

³⁰ N. Schaeffer, « Les minorités dans les sociétés de capitaux luxembourgeoises », *Feuille de liaison de la conférence St. Yves*, 1980, p. 14, qui voit même dans la LSC de 1915 une expression des idées démocratiques des députés luxembourgeois face à l'occupation allemande lors de la 1^{ère} guerre mondiale.

³¹ J. Mestre, « L'égalité en droit des sociétés (Aspects de droit privé) », *Rev. Soc.*, 1989, 399.

³² P. Didier, « Egalité des actionnaires: Mythe ou réalité », *Cah. Dr. de l'entreprise*, 1994/95, p. 20.

³³ C. Champaud, « Le pouvoir de concentration de la société par actions », *Sirey*, 1962, p. 27.

³⁴ Il n'existe même pas l'exception de l'action à vote double.

³⁵ C. Duro et M. Goebel, « Quelques aspects de l'abus de majorité en droit luxembourgeois des sociétés », *Repères, bulletin économique et financier BIL*, II/1996 n° 40 et s.

³⁶ Aux termes de l'article 10bis « *Les Luxembourgeois sont égaux devant la loi* ».

³⁷ Consacré en France par l'article 6 de la déclaration des droits de l'homme (« *la loi doit être la même pour tous* ») qui fait partie du bloc de constitutionnalité depuis la décision du Conseil constitutionnel du 16 juillet 1971.

visant la loi de la mutualisation de la Caisse nationale de crédit agricole³⁸ et il n'y a aucune raison qui empêcherait la Cour constitutionnelle luxembourgeoise à suivre son homologue français. Pour refléter cette contradiction entre d'une part l'existence juridique d'un principe et son incompatibilité avec la réalité factuelle, il faut adopter une vision plus pragmatique du principe d'égalité des actionnaires en droit des sociétés. Ainsi le Professeur Jacques Mestre³⁹ a proposé de considérer l'égalité comme une égalité par catégorie d'actionnaires ce qui rejoint les idées d'autres auteurs⁴⁰ qui préfèrent parler de l'égalité entre actions plutôt que de l'égalité entre actionnaires.

Empruntant une formule du juge constitutionnel⁴¹ et du juge administratif, Mestre estime que « *l'égalité ne doit pas être conçue in abstracto, elle doit tout au contraire s'apprécier in concreto, au regard de la situation particulière de chacun* »⁴². Rien n'empêche donc le droit de régler différemment des situations différentes⁴³. Appliquant cette version allégée du principe d'égalité aux actions de préférence, appelées à l'époque encore actions de priorité, Mestre constate cependant que les dispositions en question ne paraissent guère justifiables et constituent de « *réelles entorses au principe d'égalité* »⁴⁴. Il est vrai que ce qui est en cause c'est la création même des actions de préférence et non pas le fait qu'on leur attribue certains droits de préférence. Il n'est pas douteux qu'il est légitime d'appliquer des règles différentes à des personnes qui se trouvent dans des situations différentes. Mais dans notre cas on se trouve en amont de cette hypothèse comme il s'agit tout d'abord de créer une inégalité entre des actionnaires. Comment justifier dès lors cette création d'inégalité par rapport au principe d'égalité ?

En droit français on pourrait argumenter que l'autorisation expresse de la loi de créer des actionnaires privilégiés permet de ne pas strictement respecter le principe

³⁸ Conseil constitutionnel, 7 janvier 1988 ; note de Yves Guyon, *Rev. Soc.*, 1988, 229.

³⁹ J. Mestre, « L'égalité en droit des sociétés (Aspects de droit privé) », art. préc.

⁴⁰ P. Bissara, « Egalité des actionnaires: Mythe ou réalité », *Cah. Dr. De l'entreprise*, 1994/95.

⁴¹ Voir notamment Décision 96-380, Conseil constitutionnel, 23 juillet 1996.

⁴² J. Mestre, « L'égalité en droit des sociétés (Aspects de droit privé) », art. préc.

⁴³ En ce sens voir Cour constitutionnelle, Arrêt 9/00 du 5 mai 2000, Mém. A – 40 du 30.5.2000, p. 948 aux termes duquel : « *Le législateur peut sans violer le principe constitutionnel de l'égalité, soumettre certaines catégories de personnes à des régimes légaux différents à condition que la différence instituée procède de disparités objectives, qu'elle soit rationnellement justifiée, adéquate et proportionnée à son but.* »

⁴⁴ J. Mestre, « L'égalité en droit des sociétés (Aspects de droit privé) », art. préc.

d'égalité, mais en droit luxembourgeois la création de nouvelles catégories d'actionnaires se fait sur base de la seule liberté contractuelle et cet argument n'est donc pas valable. Pour valider la création d'actions de préférence, on pourrait alors plaider que l'inégalité se justifie par l'intérêt général, argumentation utilisée par le conseil constitutionnel dans sa décision précitée dans un autre contexte. En effet l'entrée dans le capital de nouveaux actionnaires est souvent vitale à la poursuite des activités sociales et l'attribution de certains privilèges se justifie donc par l'intérêt général. Mestre semble adopter une vue des choses semblables en estimant que « *l'égalité s'efface devant une plus grande souplesse de notre droit, sensible à l'intérêt de la société elle-même* ».

Le principe même de la création des actions de préférence semble donc en conformité avec le principe d'égalité, mais si cette création ne profite pas à l'intérêt général, compris ici comme l'intérêt social et donc in fine de l'ensemble des actionnaires⁴⁵, le principe d'égalité serait violé. Dans cette hypothèse on pourrait même se poser la question s'il n'y a pas une atteinte à l'*affectio societatis*. En effet la jurisprudence luxembourgeoise⁴⁶ donne la définition suivante de l'*affectio societatis* : « *L'affectio societatis est un élément constitutif du contrat de société, au même titre que le groupement de deux ou plusieurs personnes, la mise en commun de biens ou d'activités, l'intention de réaliser des bénéfices et pertes. L'affectio societatis constitue plutôt qu'un élément distinct du contrat, la synthèse des différents éléments constitutifs de la société. A cet égard il se décompose lui-même en trois éléments, à savoir : la collaboration active à la formation et/ou à la vie de la société, l'existence d'une égalité entre droits et obligations et l'intention de partager les risques et profits de l'entreprise commune* ». Sans vouloir entrer dans les détails sur la signification et la portée de l'*affectio societatis*⁴⁷ on peut remarquer que la jurisprudence – encore qu'un jugement du tribunal d'arrondissement, l'équivalent du tribunal de grande d'instance français ne doit pas être surévalué – estime que le respect de l'égalité entre les associés

⁴⁵ Sur la question de l'intérêt de la société et de l'intérêt des actionnaires, voir notamment D. Schmidt, « De l'intérêt commun des associés », *JCP éd. E*, 1994, 1, 404.

⁴⁶ Trib. Arr., 22 novembre 1990, n° 13805 et 13806.

⁴⁷ Sur lequel: J.-F. Carpentier et O. Wuidar, « Analyse conceptuelle de l'*affectio societatis* en droit luxembourgeois » in *Contribution luxembourgeoise pour le bicentenaire du code civil*, Portalis, 2004, p. 343.

fait partie de l'*affectio societatis*, confirmant ainsi une partie de la doctrine⁴⁸. A noter que cette décision est conforme à la position de la Cour de cassation française selon laquelle « les associés doivent avoir l'intention de se traiter comme des égaux et de poursuivre ensemble l'œuvre commune »⁴⁹. Poussant cette logique à l'extrême on pourrait donc soutenir que si en cours de vie sociale une catégorie d'actionnaires acquiert des droits supérieurs à une autre, la société cesserait d'exister faute d'*affectio societatis*. Mais cette position est probablement trop sévère.

Tout d'abord le respect de l'égalité ne semble pas être d'ordre public. Aucun auteur ne le soutient et il a été jugé⁵⁰ « qu'à défaut de disposition légale précise et expresse sanctionnant sa violation par une annulation des contrats conclu en inobservation du principe de l'égalité de traitement des actionnaires, le principe invoqué reste une règle de conduite, dont l'inobservation ne peut donner lieu qu'à réparation sur base des textes généraux de la responsabilité ». Dès lors les actionnaires peuvent renoncer au bénéfice d'un traitement égalitaire et combien même l'égalité serait violée ils ne pourront pas demander la nullité des conventions en cause, mais seulement tenter une action en responsabilité. Alors même que le droit luxembourgeois reconnaît un principe d'égalité avec les tempéraments mentionnés ci-dessous, son impact véritable est limité, faute de sanction efficace. A noter que le caractère supplétif du principe d'égalité de traitement est encore renforcé par la prédominance de la thèse contractuelle en matière de contrat. La société est un contrat, chose des parties et celles-ci sont donc libres de renoncer à une partie de leurs garanties.

Remarquons finalement que la doctrine luxembourgeoise reste quasi-muette sur cette problématique. Steichen reprend le raisonnement de Mestre et estime que l'égalité doit s'entendre comme une égalité par catégories. Comme nous l'avons montré ci-dessus - et comme le dit d'ailleurs Mestre lui-même - cette explication ne suffit pas à elle seule pour justifier la création même d'actions de préférence. Delvaux se contente d'indiquer

⁴⁸ L. Fredericq, *Traité de droit commercial belge*, T. IV, Gand, Fecheyr, 1955, p. 122.

⁴⁹ Cass. com., 3 juin 1986, *Rev. Soc.*, 1986, 585.

⁵⁰ Trib. Arr., référé, 29 juin 2001 avec une note de Franz Fayot, *Ann. Dr. Lux.*, 2001, p. 575 qui estime que cette décision est la première à reconnaître l'existence d'un principe d'égalité des actionnaires en droit luxembourgeois.

qu'il existe un principe d'égalité entre des actionnaires d'une même catégorie sans donner davantage de précisions.

Nous regrettons ce silence de la doctrine sur un point que nous estimons important d'un point de vue de la théorie, voire de la philosophie juridique. Le principe de l'égalité est en effet à la base de la vision de la société anonyme au sens de la LSC et même si ce principe est difficile à circonscrire il a une véritable réalité juridique comme le montrent les importantes contributions doctrinales françaises (voir notamment Jacques Mestre et Paul Didier). Les actions de préférence créées sur base de la seule liberté contractuelle constituent certainement une atteinte au principe d'égalité. Mais d'une part cette atteinte peut se justifier dans la plupart des cas par la poursuite d'un intérêt général et dans les autres cas, sauf l'hypothèse de fraude ou d'abus de majorité, les actionnaires désavantagés ne pourront vraisemblablement que réclamer des dommages et intérêts sans pouvoir remettre en cause la création même de la nouvelle catégorie d'action.

Par la suite nous allons prolonger la question de la validité et avancer d'autres arguments en sa faveur.

(B) La reconnaissance du principe de légalité des actions de préférence

Pour reconnaître la légalité des actions de préférence on peut raisonner par analogie avec le droit français (1) et invoquer un argument de texte (2).

1) *Par analogie avec le droit français*

La 1^{ère} loi sur les actions de priorité fut votée en France le 9 juillet 1902⁵¹ et les imperfections de ce premier texte furent ensuite modifiées par une loi du 16 novembre

⁵¹ Commentaire critique de A. Wahl in *Journal des Sociétés*, 1902, p. 97 et *Journal des Sociétés*, 1903, p. 5 et 49.

1903⁵². Cependant les actions de priorité étaient déjà utilisées – certes pas très fréquemment – avant le vote de cette loi et les juristes contemporains se sont donc interrogés si en dehors de toute base légale la pratique des actions de priorité était valable. Le principal argument contre la validité des actions de priorité était l'ancien article 34 du Code de commerce aux termes duquel « *le capital des sociétés anonymes de divise en actions et même en coupons d'actions d'une valeur égale* ». Comme l'a parfaitement montré Houpin⁵³ l'article 34 n'édicte pas une prescription d'ordre public et n'a pas de sanction. L'égalité est certes un des caractères de la société anonyme mais elle n'est pas de son essence. En guise d'illustration Houpin donne l'exemple d'une société au capital inférieur à 200.000 F avec des actions à 25 F qui augmente son capital pour dépasser les 200.000 F. En vertu de la loi du 24 juillet 1867 les nouvelles actions doivent alors avoir une valeur minimum de 100 F alors que les anciennes actions garderont une valeur de 25 F. Il y a donc création d'une inégalité entre les actions qui est parfaitement licite selon une doctrine quasi-unanime. D'autre part Houpin fait remarquer que l'article 34 vise l'égalité des actions au point de vue du capital nominal, mais qu'il ne fait aucune allusion à l'égalité des actionnaires. Ceci a été affirmé dans des termes sans équivoque par l'avocat général Hémar dans les conclusions relatives à l'arrêt de la Cour de Paris du 19 avril 1875⁵⁴ : « *L'article 34 du Code de commerce signifie simplement que la division la plus naturelle de tout capital est la division en actions égales (...). Ainsi interprété, l'article 34 offre-t-il un obstacle insurmontable aux actions de priorité ? Nullement. Il est d'ailleurs dépourvu de sanction légale, et, comme il n'édicte pas une disposition d'ordre public, je n'hésite pas à déclarer qu'il peut y être dérogé par la convention.* » On ne saurait s'exprimer plus clairement en faveur de la validité des actions de préférence et le juriste contemporain ne peut rester qu'admiratif devant le talent des juristes du 19^{ème} siècle dont les réponses restent toujours pertinentes de nos jours.

La jurisprudence et la doctrine de l'époque étaient donc unanimement d'accord pour reconnaître le principe de validité des actions de priorité. Pourquoi dès lors procéder au vote d'une loi ? Selon l'instigateur de la proposition de loi, le député Millerand, il y

⁵² Commentaire de C. Houpin in *Journal des Sociétés*, 1904, p. 177.

⁵³ C. Houpin, « Des actions de priorité », *Journal des Sociétés*, 1899, p. 97.

⁵⁴ Publié avec les conclusions de Hémar dans *D.* 75, 2, 161 et *S.* 76.2.113.

certes une jurisprudence et une doctrine quasi-unanime mais « *il n'en subsiste pas moins du fait de quelques décisions contraires⁵⁵, une incertitude et une hésitation qui ne laissent pas d'être, pratiquement, fort préjudiciables* »⁵⁶. Il s'agit donc de consacrer législativement la validité d'une pratique, déjà reconnue par la doctrine et la jurisprudence, afin d'inciter les milieux professionnels d'y recourir davantage et de profiter des multiples atouts de ces titres. Dans le rapport sur la loi fait au nom de la commission de réforme judiciaire et de législation civile par le député Chastenet dans le cadre du vote dans la Chambre des députés⁵⁷ et dans le rapport du sénateur Théodore Girard dans le cadre du vote au Sénat⁵⁸ on invoque les mêmes raisons : certes la validité des actions de priorité semble établie par la doctrine et la jurisprudence, mais « *il suffit que la question se soit posée, qu'elle ait donné lieu à des débats judiciaires, que des hésitations se soient manifestées, pour justifier la nécessité d'une disposition formelle de la loi, qui viendra mettre fin à toute incertitude et à toute controverse* »⁵⁹.

L'objet de la loi consiste donc tout simplement dans la reconnaissance formelle de la légalité des actions de priorité. Cette approche restrictive a été critiquée par la doctrine⁶⁰ qui n'a pas vu l'utilité de cette loi. La véritable question qui méritait une intervention du législateur était celle de savoir si l'assemblée générale extraordinaire peut en cours de vie sociale autoriser la création d'actions de priorité par un vote majoritaire ? La cour de Paris a répondu négativement à cette question au motif que « *les privilèges concédés aux actions de priorité, quant au partage des bénéfices, sont des dérogations à la loi du contrat qui ne sont valables que si elles sont consenties par l'unanimité des actionnaires* »⁶¹. Cette vue des choses a été soutenue par la doctrine majoritaire⁶² de l'époque selon laquelle la création d'actions de priorité constitue une atteinte essentielle au pacte social qui ne peut se faire qu'à l'unanimité des actionnaires. Le véritable frein au

⁵⁵ Dont nous n'avons cependant trouvé aucune trace dans les chroniques doctrinales de l'époque.

⁵⁶ Le texte de la proposition de loi sur les actions de priorité et l'exposé des motifs ont été publiés au *Journal des Sociétés*, 1899, p. 541.

⁵⁷ *Journal des Sociétés*, 1902, p. 135.

⁵⁸ *Journal des Sociétés*, 1902, p. 379.

⁵⁹ *Journal des Sociétés*, 1902, p. 380.

⁶⁰ voir notamment Wahl, *Journal des Sociétés*, 1902, p. 99 et s.

⁶¹ C. Paris, 19 avril 1875, *D.* 75, 2, 161 et *S.* 76, 2, 113 ; voir aussi C. Paris, 4 avril 1884, *Journal des Sociétés*, 1886, 367, note A. L.

⁶² Wahl, art. préc. et Houpin, art. préc.; voir toutefois Thaller, *D.* 93., 1.110.

développement des actions de priorité n'était donc pas la question de leur validité, mais la nécessité de recueillir l'unanimité des actionnaires et la nouvelle loi n'apportait pas d'amélioration sur ce point. Une autre critique de la loi de 9 juillet 1902 était l'absence de caractère rétroactif qui a été démontrée notamment par Wahl⁶³ et confirmée par la jurisprudence⁶⁴, de sorte que subsistaient les doutes invoqués par le législateur concernant la validité des actions de priorité existantes.

Face aux critiques de la doctrine le législateur a réagi par une loi du 16 novembre 1903⁶⁵ qui a d'une part reconnu à l'assemblée générale extraordinaire le pouvoir de créer des actions de priorité par un vote majoritaire et d'autre part rendu l'application de la loi rétroactive. Au bout de 4 ans le législateur a donc non seulement reconnu formellement la validité des actions de priorité qui était déjà établie auparavant par la doctrine et la jurisprudence, mais il a surtout donné à l'assemblée générale extraordinaire le pouvoir de créer de tels titres par un simple vote majoritaire.

Quels enseignements peut-on tirer de l'expérience française quant à la validité des actions de préférence en droit luxembourgeois ? L'apport le plus important est certainement la démonstration de la validité des actions de préférence en l'absence de base textuelle. En effet l'article 34, alinéa 1, de l'ancien Code de commerce français se retrouve en des termes presque identiques à l'article 37, alinéa 1, de la LSC selon lequel : *« Le capital des sociétés anonymes se divise en actions d'égale valeur, avec ou sans mention de valeur »*. De même que l'ancien article 34 du Code de commerce français le texte luxembourgeois ne doit pas être un obstacle à la création d'actions de préférence pour les mêmes arguments que ceux avancés par la doctrine française⁶⁶. La légalité de principe des actions de préférence devient encore moins douteuse si on se réfère aux travaux préparatoires de la LSC. Les débats parlementaires⁶⁷ menés au cours de la 1^{ère} guerre mondiale ne sont pas riches d'enseignements, mais on peut se rapporter à

⁶³ *Journal des Sociétés*, 1903, p. 51 et s.

⁶⁴ Tr. de comm. de la Seine, 10 décembre 1902, *Journal des Sociétés*, 1903, p. 25, note C. Houpin.

⁶⁵ Commentaire par C. Houpin in *Journal des Sociétés*, 1904, p. 177 et s.

⁶⁶ cf. supra.

⁶⁷ Session législative 1914-1915.

l'avant-projet de loi élaboré par Jean Corbiau⁶⁸ qui a été copié presque mot à mot dans la LSC. Dans le commentaire de l'article 32 de cet avant-projet, qui correspond à l'article 37 de la loi dans sa version finalement votée, Corbiau nous dit qu'il existe une distinction entre actions au porteur et actions nominatives et il continue en les termes suivants : « *Il est, au point de vue pratique, une autre distinction à signaler entre les actions. L'usage et le développement des affaires, en effet, ont amené les fondateurs de sociétés anonymes à créer et souvent à combiner dans une même société des actions de diverses catégories, attributives de droits différents* »⁶⁹. Il explique ensuite que cette pratique ne se trouve consacrée par aucun texte de loi, mais que sa légitimité a été formellement reconnue dans les travaux préparatoires de la loi belge sur les sociétés de 1873, au cours desquels a été proclamé sur ce point le principe de la liberté des conventions⁷⁰. Par la suite Corbiau oppose l'action ordinaire aux parts bénéficiaires, aux actions industrielles (contrepartie d'un apport en industrie ne donnant droit qu'à un dividende annuel), aux actions de jouissance accordées suite à un amortissement complet et aussi aux « *actions privilégiées, de priorité ou de préférence, qui assurent à leurs propriétaires soit un dividende prélevé par préférence sur ses premiers bénéfices, soit le remboursement final du titre préalablement à tout partage de l'actif social, soit les deux préférences à la fois* ». Corbiau reconnaît donc expressément la possibilité de créer des actions de préférence, alors même que la loi n'en parle pas. Notons cependant que Corbiau de même que la plupart des autres auteurs cités se contente de parler de deux préférences pécuniaires, le droit au dividende et la préférence au moment de la liquidation. A notre sens cela ne constitue pas une entrave à la reconnaissance d'autres préférences. L'essentiel c'est de reconnaître le principe de validité de la création d'actions de préférence ; la détermination des préférences se fera ensuite sur base de la liberté contractuelle dans le respect de l'ordre public sociétaire.

On peut se demander pourquoi Corbiau et par la suite le législateur luxembourgeois n'ont pas suivi l'exemple français et consacré législativement l'existence des actions de préférence. Il est curieux que le rédacteur même de l'avant projet de la loi

⁶⁸ Corbiau, ouvrage préc.

⁶⁹ Corbiau, ouvrage préc., p. 92.

⁷⁰ Comm. Législ. De la loi de 1873, I, n° 12, art. 41 ; II, n° 158.

reconnaît l'existence d'actions privilégiées, mais ne les mentionne pas dans le texte de son projet. A notre sens cette attitude montre une véritable prosternation devant le principe de la liberté contractuelle. Le législateur veut laisser une liberté absolue aux parties dans l'organisation de leurs droits et on aperçoit une différence de mentalité avec le législateur français plus interventionniste. A notre sens en vue de la clarté de la loi il aurait cependant été préférable de mentionner tout simplement la possibilité de créer des actions de préférence en ajoutant un alinéa à l'article 37⁷¹. L'inclusion d'une telle mention serait d'autant plus souhaitable qu'à d'autres endroits de la LSC le législateur parle de « catégories d'actions » sans en préciser le contenu.

2) *Arguments de texte*

Le législateur parle à quatre reprises de « catégories d'actions » dans la LSC :

- Selon l'article 27, (7), l'acte de société doit indiquer «(...) *les catégories d'actions, lorsqu'il en existe plusieurs, les droits afférents à chacune de ces catégories, le nombre d'actions souscrites et, en outre, dans le cadre d'un capital autorisé, les actions à émettre de chaque catégorie et les droit afférents à chacune de celles-ci (...)*».

- Selon l'article 32-3, (2), alinéa 2, « *de même les statuts peuvent permettre que, lorsque le capital souscrit d'une société ayant plusieurs catégories d'actions est augmenté par l'émission de nouvelles actions dans une seule de ces catégories, l'exercice du droit préférentiel par les actionnaires des autres catégories n'intervienne qu'après l'exercice de ce droit par les actionnaires de la catégorie dans laquelle les nouvelles actions sont émises. »*

- Selon l'article 41, alinéa 4, l'action au porteur doit indiquer « *la nature de chaque catégorie d'actions* ».

- Selon le très important article 68, « *lorsqu'il existe plusieurs catégories d'actions et que la délibération de l'assemblée générale est de nature à modifier leurs droits*

⁷¹ Voir notre conclusion pour une suggestion.

respectifs, la délibération doit, pour être valable, réunir dans chaque catégorie les conditions de présence et de majorité requises par l'article précédent (note : l'article 67-1 sur les assemblées générales extraordinaires) ». Cet article prévoit le principe des assemblées spéciales en droit luxembourgeois.

L'utilisation de la notion de catégories d'actions ne constitue-t-elle pas une reconnaissance implicite de la possibilité de créer des actions de préférence ? Avant de répondre à cette question il faut d'abord définir ce qu'on entend par « catégorie d'actions »⁷². Selon Michel Jeantin « *la notion de catégorie d'actions fait partie de ces notions que la doctrine tient pour acquises au point de faire l'économie même de leur analyse.* »⁷³ En effet il n'existe qu'une véritable étude à ce sujet par Cordonnier⁷⁴ selon lequel doivent être rangées dans la même catégorie les valeurs qui ont une double identité de droits et d'obligations. S'inspirant des travaux de Cordonnier une partie de la doctrine considère que le terme de catégorie d'actions désigne « *l'ensemble des titres jouissant des mêmes droits et comportant pour leurs titulaires des obligations semblables.* »⁷⁵ Michel Jeantin estime que cette définition mérite approfondissement : D'une part elle manque de logique car alors qu'elle ne devrait s'intéresser qu'aux qualités attachées aux titres elle définit les obligations en fonction de leurs titulaires; d'autre part on peut se demander si au vue de la diversité des droits qu'on peut attacher à une action, la qualification de catégorie d'action convient à toutes les constructions imaginables. Il propose alors de réserver le terme catégorie d'action aux titres qui comportent des droits *propter rem*, c'est-à-dire véritablement attachés à l'action, par opposition aux droits qui sont attachés à la personne de l'actionnaire et qui sont donc susceptibles de disparaître lors d'une cession d'action selon la qualité du cessionnaire. Ainsi par exemple le dividende majoré prévu par la loi du 24 juillet 1966 est accordé en fonction de la qualité de l'actionnaire (celui qui est resté fidèle à la société) et est susceptible de disparaître en cas de cession à un nouvel actionnaire qui ne remplit pas les conditions pour bénéficier

⁷² M. Jeantin, « Observations sur la notion de catégories d'actions », *D.*, 1995, p. 88 ; C.Champaud, « Catégories d'actions ou sortes d'actionnaires », *Dialogues avec Michel Jeantin*, Dalloz, 1999, p. 161 à 182 ; A. Bougnoux, « Assemblées spéciales », *Jurisque Société Traitée*, Fasc. 143, n° 10 à 19.

⁷³ M. Jeantin, art. préc., p. 88.

⁷⁴ *Journal des Sociétés*, 1924, p. 441.

⁷⁵ A. Charvériat, A. Couret, B. Mercadel, *Mémento pratique Francis Lefebvre Sociétés commerciales*, Editions Francis Lefebvre, 2006, n° 11245.

du dividende majoré. Les actions à dividende majoré ne constituent donc pas une catégorie d'actions. De même les actions qui bénéficient d'un droit de vote double sur base de l'article L. 225-123 du Code de commerce ne constituent pas une catégorie d'actions selon l'analyse de Michel Jeantin. En effet l'avantage accordé dépend de la qualité de l'actionnaire, à savoir l'inscription nominative pendant 2 ans, et n'est pas attaché à l'action même.

Une catégorie d'actions regroupe toutes les actions auxquelles sont attachés les mêmes droits, indépendamment de la qualité du détenteur du titre. Ainsi définie la plupart des actions de préférence formeront une catégorie d'actions : les actions à dividende prioritaire, précipitaire et/ou cumulatif, les actions à amortissement prioritaire, les actions avec un droit de consultation préalable, etc. (voir infra pour une analyse plus détaillée des droits qu'on peut attacher à des actions) pour autant que les droits accordés s'attachent à l'action elle-même et non à l'actionnaire.

Dès lors il paraît tout à fait plausible de soutenir que le législateur, en parlant de catégorie d'action, a implicitement pensé aux actions de préférence au sens large, c'est-à-dire toutes les formes d'actions avec des droits privilégiés qui peuvent être créées sur base de la liberté contractuelle. Mais d'un autre côté l'utilisation du terme catégorie d'action s'explique alors même qu'on n'admettrait pas la validité des actions de préférence. En effet la LSC prévoit elle-même certaines catégories spécifiques d'actions :

- Les actions rachetables (article 49-8 de la LSC, sur lesquelles voir infra II, B, 3)
- Les actions de jouissance (article 69-1 de la LSC) accordés à des actionnaires dont l'apport a été amorti (sur lesquelles voir infra II, A, 2, a)
- Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote (voir infra 2^{ème} Partie, I, B)

Même sans reconnaître l'existence d'actions de préférence sur base de la liberté contractuelle, l'article 68 de la LSC donne donc un sens. Néanmoins il nous semble que l'utilisation à plusieurs reprises dans la LSC du terme « catégorie d'action » est un

argument de plus en vue de la reconnaissance des actions de préférence sur base de la liberté contractuelle.

Finalement on constate que les arguments en faveur de la validité des actions de préférence en l'absence de base textuelle expresse sont de taille. Le principe d'égalité n'est pas violé aussi longtemps que la création se fait dans le respect de l'intérêt social et même s'il y avait violation, celle-ci serait dépourvue de sanction. Par ailleurs la validité a été expressément affirmée par la jurisprudence et la doctrine française du début du siècle dans une situation analogue (pratique des actions de priorité sans base textuelle) et également dans les travaux préparatoires de la LSC. Finalement cette loi sans consacrer expressément les actions de préférence parle à plusieurs reprises de catégories d'actions et reconnaît donc implicitement l'existence des actions de préférence. La validité de la pratique des actions de préférence étant établie, il s'agit dorénavant de circonscrire la portée de la liberté contractuelle. Ce sera l'occasion de comparer les possibilités offertes par le droit luxembourgeois et le droit français et d'apprécier l'opportunité d'une intervention législative au Luxembourg.

II) L'opportunité d'une intervention législative

Pour apprécier cette opportunité il faudra analyser la nature de la préférence (A) qui peut être accordée en droit luxembourgeois et le régime (B) qui s'applique aux actions de préférence.

(A) Nature de la préférence

La créativité en ce domaine est très large (2), mais elle est soumise au respect de certains grands principes du droit des sociétés (1).

1) *Le respect des principes du droit des sociétés*

a) *Le principe d'égalité*

Comme nous l'avons montré ci-dessus la création des actions de préférence ne porte pas en soi atteinte au principe d'égalité. En réalité il n'y a violation du principe d'égalité que s'il y a violation de l'intérêt social et donc un abus de majorité⁷⁶.

b) *L'interdiction des clauses léonines*⁷⁷

Aux termes de l'article 1855 : « *La convention qui donnerait à l'un des associés la totalité des bénéfices, est nulle. Il en est de même de la stipulation qui affranchirait de toute contribution aux pertes les sommes ou effets mis dans le fonds de la société par un ou plusieurs des associés.* »

Ce texte est le pendant de l'article 1844-1, alinéa 2,⁷⁸ du Code civil français en ce qu'il interdit les clauses qui attribueraient à un associé/actionnaire la totalité des bénéfices ou qui l'affranchiraient de toute contribution aux pertes. Il s'agit d'une limite très importante à la possibilité d'aménager les droits financiers attachés aux actions de préférence. Nous allons analyser par la suite plus en détail la frontière entre clause léonine et clause valable, mais remarquons d'ores et déjà que la jurisprudence est assez libérale et qu'il suffit qu'il y ait une éventualité de participer aux bénéfices ou de contribuer aux pertes pour échapper à l'interdiction de l'article 1855.

⁷⁶ C. Duro et M. Goebel, « Quelques aspects de l'abus de majorité en droit luxembourgeois des sociétés », art. préc.

⁷⁷ F. Fayot et K. Panichi, « Article 1855 du Code civil: prohibition des clauses léonines » in *Bicentenaire du Code civil, une contribution luxembourgeoise*, Portalis, 2004, p. 369 ; pour le droit français voir G. Ripert et R. Roblot sous la direction de Michel Germain, *Traité de droit commercial*, t.1 volume 2 : *Les sociétés commerciales*, LGDJ, 2002, 18ème édition, n° 1037 et aussi ANSA, Comité juridique, « Actions de préférence : le droit particulier peut-il consister en l'exonération de tout ou partie des pertes ? », n° 04-079.

⁷⁸ Aux termes duquel « *Toutefois, la stipulation attribuant à un associé la totalité du profit procuré par la société ou l'exonérant de la totalité des pertes, celle excluant un associé totalement du profit ou mettant à sa charge la totalité des pertes sont réputées non écrites.* »

A noter que le caractère léonin d'une clause n'est pas tributaire de sa nature statutaire ou extrastatutaire⁷⁹ et que par ailleurs l'interdiction ne s'applique que pour les rapports entre des associés⁸⁰.

c) Principe une action - une voix

Selon l'article 67, (4), de la LSC « *tout actionnaire peut, nonobstant toute clause contraire de l'acte de société, prendre part aux délibérations avec un nombre de voix égal aux actions qu'il possède, sans limitation* ». Cet article pose en des termes très clairs le principe que chaque action donne droit à une voix, pas plus et pas moins. L'expression « sans limitation » signifie qu'il n'existe pas de limite légale à l'exercice du droit de vote comme c'est par exemple le cas en Belgique. En droit belge un actionnaire ne pourra jamais exercer plus de 20% des droits de vote indépendamment de sa participation dans le capital. Accessoirement on peut s'interroger sur la validité de clauses statutaires de limitation de l'exercice du vote, notamment sous forme d'une clause de plafonnement⁸¹ ou d'une clause d'ajustement visant à pallier l'absentéisme⁸². Le principal auteur en droit des sociétés luxembourgeois estime que « *dans une optique contractualiste de la société, ces dispositions paraissent absolument licites tant qu'elles respectent le principe d'égalité entre les associés* », « *qu'il ne s'agit pas là de considérations d'ordre public sociétaire* » et « *qu'en droit rien n'empêche l'insertion de la clause aux conditions prévues pour les changements statutaires* »⁸³. Sans vouloir approfondir davantage cette problématique qui nous éloignerait trop de notre sujet, nous nous permettons de mettre en doute l'opinion exprimée par cet éminent auteur. En effet il nous semble que la rigueur avec laquelle le droit luxembourgeois applique le principe une action - une voix qui fait clairement partie de l'ordre public sociétaire devrait entraîner une application aussi rigoureuse de l'interdiction de limiter le droit de vote ; il ne faut pas oublier qu'un même article parle de ces deux aspects du droit de vote. A noter que ces aménagements ne sont

⁷⁹ Cass. 14 juin 1882, *D.*, 1884, I, p. 222.

⁸⁰ Com. 27 octobre 1989, *Bull. civ. IV*, n° 372, p. 296.

⁸¹ Par exemple : nul ne pourra voter pour plus de 30% du capital social existant.

⁸² Par exemple : une personne détenant 20% du capital social votera pour 20% lors de l'assemblée générale même si une partie du capital social n'est pas représentée.

⁸³ A. Steichen, ouvrage préc., n° 322.

pas attachés à une action spécifiquement, mais s'appliquent seulement si un actionnaire détient une certaine quotité du capital social. Faute de préférence *propter rem*, il n'y a dès lors pas de création d'actions de préférence.

L'application du principe une action - une voix a deux conséquences pratiques en matière d'actions de préférence : d'une part on ne saurait créer des actions sans droit de vote, d'autre part les actions à vote plural sont interdites. Cette interdiction est même plus stricte qu'en droit français, car le droit luxembourgeois ne connaît pas les actions à droit de vote double.

Néanmoins ce principe connaît quelques atténuations :

- Le législateur a prévu une exception en créant les actions à dividende prioritaire sans droit de vote (voir infra 2^{ème} partie, I) ;
- Les parts bénéficiaires permettent d'une certaine manière de créer des « actions » sans droit de vote ;
- On peut éventuellement prévoir au profit de certains actionnaires un droit de veto⁸⁴ qui aura un effet semblable à un droit de vote plural ;
- Il existe une exception à ce principe pour les sociétés de titrisation si celles-ci font usage de la faculté d'émettre des actions à valeur nominale différente. Dans ce cas le droit de vote sera proportionnel à la quotité du capital représenté et non au nombre d'actions émises.

d) Principe dit de l'organisation hiérarchique de la société anonyme

On peut prévoir des droits qui affectent le processus de décision au sein de la société anonyme mais on ne peut pas porter atteinte à la structure fondamentale de la

⁸⁴ Pour une analyse de sa validité voir infra 2).

société anonyme telle qu'elle est prévue par la loi et ne pas vider complètement un organe de sa compétence. Ce principe a été reconnu en jurisprudence, notamment dans un arrêt selon lequel la restriction des droits du président du conseil d'administration ne doit pas conduire à lui retirer en fait son pouvoir de contrôle⁸⁵. De même on ne peut pas restreindre complètement la liberté de choix de l'assemblée générale. Les juges de la cour d'appel d'Aix-en-Provence⁸⁶ ont rappelé ce principe en les termes suivants : « *si les statuts peuvent aménager au mieux des intérêts sociaux, les modalités de l'administration et de 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.* »

Du fait de la proximité de la loi luxembourgeoise avec la loi française ce principe est parfaitement transposable, même s'il est probablement d'une application plus libérale au vu de la conception contractuelle de la société en droit luxembourgeois.⁸⁷

e) Respect de la qualité d'actionnaire

« *Les actions de préférence sont (...) des actions* »⁸⁸. Il s'ensuit que l'actionnaire de préférence ne peut pas être privé des prérogatives inhérentes à la qualité d'actionnaire. On a déjà vu qu'on ne peut pas lui enlever son droit de vote et qu'il doit avoir un droit du moins éventuel de participer aux bénéfices. Mais l'actionnaire a aussi un :

- Droit à l'information qui prend diverses formes : droit d'interrogation lors de l'assemblée générale (article 72 de la LSC), droit de poser des questions aux mandataires sociaux en dehors des assemblées générales avec le risque pour ces derniers d'engager leur responsabilité en cas d'absence de réponse, obligation d'information des mandataires sociaux dans certaines situations (p.ex : lors de l'approbation des comptes annuels).

⁸⁵ Cass. com. 11 juin 1965, *RTD Com.* 65.861, n° 3.

⁸⁶ CA Aix, 28 septembre 1982, *Rev. Soc.*, 1983, p. 773, J. Mestre.

⁸⁷ En ce sens A. Steichen, ouvrage préc., n° 256.

⁸⁸ A. Viandier, « Les actions de préférence (Ord. N 2004-604 du 24 juin 2004, art. 31) », *JCP E*, n 1440, p. 1529.

- Droit d'agir en justice ; ainsi il peut engager la responsabilité des mandataires sociaux ou demander la nullité des assemblées générales⁸⁹.

- Droit de rester actionnaire, ce qui pose le problème des clauses d'exclusion statutaires, dont la validité semble admise sous certaines conditions⁹⁰.

- Droit de sortie de la société qui s'oppose notamment à des clauses d'inaliénabilité perpétuelle et pose la question de l'existence d'un droit de retrait que nous allons analyser plus en détail par la suite (cf. infra B, 3)

f) Autonomie de la personne morale

Toute personne morale bénéficie d'une autonomie et une société ne peut donc émettre des actions permettant l'exercice de droits dans une autre société sauf à violer l'autonomie de sa personnalité morale. En France depuis la réforme des valeurs mobilières en 2004 la création de telles actions est possible (article L. 228-13 du Code de commerce), mais s'accompagne de nombreuses interrogations⁹¹.

Au Luxembourg cette possibilité n'est pas offerte. A noter que l'autonomie de la personne morale ne s'oppose pas à la création d'actions traçantes (cf. infra 2, c).

A condition de respecter ces principes généraux une large liberté est offerte aux praticiens.

2) Une large liberté dans l'attribution de la préférence

Avant de voir quels droits peuvent être accordés, nous devons d'abord poser une question préliminaire : la « préférence » accordée peut-elle être négative, ce qui signifie

⁸⁹ A noter qu'il n'existe pas d'action ut singuli en droit luxembourgeois dans les SA (cf. Steichen, ouvrage préc., n° 279).

⁹⁰ Pour approfondir cette question, cf. Steichen, ouvrage préc. n° 312 et 313.

⁹¹ Voir notamment H. Le Nabasque, « Les actions de préférence de groupe », *Joly Soc.*, 11/2006, p.1297

que la prétendue action de préférence bénéficie en réalité de moins de droits que l'action ordinaire ? Cette question a été analysée par la doctrine française suite à l'introduction de l'ordonnance du 24 juin 2004. Il a été jugé qu'une action « *dont la seule particularité tient à ce qu'il s'y attache une obligation particulière* »⁹² est une action de préférence. De même le professeur Viandier estime que « *les actions de préférence ne sont pas nécessairement des actions ayant plus de droits, mais seulement des actions assorties de droits différents ; c'est l'altérité et non le privilège qui définit l'action de préférence* »⁹³. Par ailleurs dans le rapport au Président de la République on affirme que l'action de préférence peut avoir des droits ou obligations supplémentaires⁹⁴. Ceci signifie qu'il est notamment possible de créer une action sans droit de vote bénéficiant de tous les autres droits d'une action ordinaire et qui est soumise au régime des actions de préférence.

Quid en droit luxembourgeois ? Tout d'abord il faut s'interroger quelles « préférences négatives » pourraient être attachées à une action. Le principe une action - une voix est appliqué très strictement et par conséquent la suppression du droit de vote n'est pas autorisée, sauf l'hypothèse très encadrée des actions à dividende prioritaire sans droit de vote. Mais il est évidemment possible de diminuer les droits pécuniaires de l'actionnaire à condition de respecter à tout moment le « minimum syndical », c'est-à-dire d'accorder un droit à la participation aux bénéfices et une obligation de participation aux pertes, même purement éventuel, pour ne pas violer l'interdiction des clauses léonines. L'action qui voit son droit aux bénéfices diminué devient-elle pour autant une action de préférence ? A notre sens la réponse doit être négative ; en effet action ordinaire et action de préférence sont des termes souples et fluides qui permettent de s'adapter à des environnements sociétaux différents. Si on a plusieurs catégories d'actions on compare les droits accordés et logiquement on appellera actions de préférence celles qui bénéficieront de privilèges par rapport aux autres.

⁹² M. Germain, « Réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions: Les actions de préférence », *Rev. Soc.*, 2004, p. 597.

⁹³ A. Viandier, « Les actions de préférence (Ord. N 2004-604 du 24 juin 2004, art. 31) », art. préc.

⁹⁴ Rapport au Président de la République sur l'ordonnance portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale (JO du 26 juin 2004) ; à noter que dans le projet de ce rapport on distinguait expressément les préférences positives et les préférences négatives.

La situation se complique dans l'hypothèse où certaines actions sont grevées d'obligations supplémentaires. On peut par exemple imaginer que le détenteur d'un certain type d'actions est tenu de faire une déclaration sur ses intentions au cours des prochains mois ou que la cession de certaines actions est soumise à un agrément spécifique⁹⁵. Cette obligation supplémentaire transforme-t-elle l'action en question en action de préférence ?

En réalité il s'agit à notre sens d'un faux débat, du moins en droit luxembourgeois. En effet il n'existe pas de régime légal spécifique des actions de préférence, donc l'intérêt de la question est purement théorique. Ce qui importe vraiment c'est de savoir si on a à faire avec une catégorie d'actions, car cette notion entraîne des conséquences juridiques, notamment la tenue d'une assemblée spéciale. Des actions supportant des obligations supplémentaires constituent certainement une catégorie d'actions, mais y a-t-il pour autant des conséquences juridiques concrètes ? La condition de convocation d'une assemblée spéciale c'est l'atteinte aux droits des actionnaires de la catégorie en question. Si une catégorie d'action a la caractéristique de devoir supporter des obligations supplémentaires, on voit mal comment on pourrait porter atteinte à des droits particuliers qui n'existent pas⁹⁶. A noter que si on voulait augmenter les engagements⁹⁷ de cette catégorie il faudrait de toute manière recueillir l'unanimité des actionnaires (article 67-1 de la LSC).

Une fois cette question préliminaire analysée, nous verrons maintenant quels droits financiers (a) et non financiers (b) peuvent être attribués aux actions de préférence. Finalement nous décrirons brièvement le cas spécifique des actions reflet⁹⁸, appelées encore actions traçantes ou *tracking shares* (c).

⁹⁵ Ces actions constituent alors une catégorie d'actions (cf. M. Jeantin, art. préc.).

⁹⁶ Les droits dont bénéficient ces actionnaires sont les « droits naturels » de tous les actionnaires ordinaires et on ne convoquera donc pas une assemblée spéciale s'il y a une atteinte à ceux-ci.

⁹⁷ Remarquons qu'augmentation des engagements n'équivaut pas à diminution des droits (Cass. com., 22 octobre 1956, *D.*, 1957.177, note G. Ripert).

⁹⁸ Nous allons retenir cette dénomination par la suite.

a) Droits financiers⁹⁹

L'aménagement de plusieurs droits est possible :

- Droit aux dividendes :

Tout d'abord il est possible d'accorder un dividende prioritaire, ce qui signifie qu'un actionnaire a un droit au dividende avant tous les autres actionnaires, mais le mode de calcul de ce dividende sera exactement le même pour tout le monde. L'actionnaire de préférence n'aura un réel avantage que dans la situation où le bénéfice distribuable est insuffisant pour servir un dividende égalitaire à tous les actionnaires. Les actionnaires de préférence auront alors droit au paiement d'un dividende entier et le reste servira au paiement d'un dividende moins important au reste du corps actionnarial.

Une formule plus intéressante consiste dans l'attribution d'un dividende préciputaire. Les actionnaires de préférence auront alors droit à un dividende qui n'est pas seulement prioritaire mais qui diffère également par son mode de détermination (cf. infra pour l'assiette). Une fois le dividende préciputaire distribué, il y aura une distribution aux actionnaires ordinaires si le bénéfice distribuable est suffisant. Sauf disposition statutaire ou décision de l'assemblée générale contraire, les actions de préférence pourront participer à cette répartition de bénéfices et en plus de leur dividende prioritaire ils auront alors droit à un superdividende.

Pour le choix de l'assiette du dividende préciputaire plusieurs possibilités sont offertes. Il peut s'agir d'une assiette fixe (un certain pourcentage du prix de souscription, de la valeur nominale ou de toute autre élément fixe) ou d'une assiette variable (pourcentage du bénéfice distribuable ou d'autres éléments, voir infra *tracking shares*). Il

⁹⁹ F. Monod, « Droits financiers attachés aux actions privilégiées », *Dr. Sociétés Actes pratiques*, mars 1995, chron. 3 ; H. Le Nabasque et alii, « Les actions de préférence », *Dr. Sociétés Actes pratiques*, mai-juin 2006, p. 11, Ferry, Cannard et Cretté, « Les actions de priorité », *Dr. Sociétés Actes pratiques*, 1993/11, p. 7.

est également possible de prévoir le caractère cumulatif du dividende ce qui signifie que le droit au dividende se rapporte d'une année à l'autre.

Ces aménagements sont-ils en conformité avec les principes de droit des sociétés et notamment l'interdiction des clauses léonines ? Rappelons tout d'abord que quel que soit le degré d'aménagement du droit aux dividendes, il reste toujours un aléa qui est la présence de bénéfices distribuables. Dès lors il y a une différence fondamentale entre les actions à dividende prioritaire¹⁰⁰ et les obligations qui bénéficient d'un intérêt fixe lequel peut être complètement indépendant de la santé financière de la société concernée. Ensuite il faut bien comprendre qu'un aménagement inégalitaire du droit aux bénéfices et de la contribution aux pertes est possible car on est dans le domaine de la liberté contractuelle¹⁰¹. Mais d'une part chaque associé doit garder un droit du moins éventuel, sans devenir insignifiant, à une part des bénéfices et d'autre part sa participation aux pertes ne doit pas être purement symbolique ou insignifiante. Concernant la contribution aux pertes nous ne pensons pas qu'il y ait un problème dans les hypothèses susmentionnées, car même si certains associés ont le droit d'appréhender des dividendes avant les autres, leur devoir de contribution aux pertes n'est pas remis en cause. Par contre il pourrait y avoir un problème en ce qui concerne le droit des actionnaires ordinaires de participer à la répartition du bénéfice.

Imaginons que des actionnaires de préférence ont droit à un dividende préciputaire calculé sur base d'une assiette fixe à un taux assez élevé qui serait par ailleurs cumulatif. Il est alors possible que le montant du bénéfice distribuable soit pendant plusieurs années inférieur au montant de dividende calculé sur base d'une assiette fixe, indépendante du bénéfice distribuable. Le dividende des actionnaires de préférence « absorberait » donc systématiquement tout le bénéfice distribuable et même si *de jure* les actionnaires ordinaires ne sont pas privés du droit de participation aux bénéfices, *de facto* ils pourront être exclus de la répartition des bénéfices. A noter qu'à cause du caractère cumulatif du dividende, la situation risquerait de s'aggraver et que la

¹⁰⁰ Par la suite nous allons utiliser le terme « dividende prioritaire » pour englober les différentes formes d'aménagement du droit au dividende.

¹⁰¹ Civ. 27 mars 1861, *D.*, 1861,1, 161; Req., 25 juin 1902, *D.* 1902, 1, 395.

« dette » de la société envers les actionnaires de préférence s'accumulerait d'une année à l'autre. Dans une telle situation il est à notre sens possible, voire même probable, qu'un juge annule le montage pour violation de l'article 1855 du Code civil.

Pour minimiser le risque d'une telle remise en cause, deux moyens sont à la disposition des rédacteurs de statuts:

- D'une part on peut plafonner le dividende accordé aux actionnaires de préférence à un certain pourcentage du bénéfice distribuable. De cette manière on est sûr qu'au moins une partie du bénéfice distribuable sera appréhendée par les actionnaires ordinaires.

- D'autre part on peut limiter dans le temps le droit prioritaire au dividende. Il s'agirait alors que d'une remise en cause temporaire du droit des actionnaires ordinaires à participer aux bénéfices et dans ce cas un juge serait certainement plus enclin à valider le montage.

En toute hypothèse il faut agir avec la plus grande prudence dans ce domaine très délicat. La frontière entre clause léonine et clause valable est très difficile à tracer. Tout dépend de la rédaction exacte de la clause, des caractéristiques de la société en cause, de circonstances spécifiques et il faut donc faire une analyse au cas par cas.

A noter qu'il faut distinguer l'hypothèse d'un dividende prioritaire, qui est un droit attaché à l'action, de l'hypothèse d'un dividende majoré, qui est une qualité attachée à la personne de l'actionnaire. Ainsi il est par exemple possible de stipuler que tous les actionnaires qui ont été fidèles à la société pendant x ans auront droit à un dividende supplémentaire de y %. Cette pratique est réglementée en France (loi du 12 juillet 1994), mais un tel aménagement est parfaitement valable même en l'absence de disposition légale¹⁰².

¹⁰² Y. Guyon, « La loi du 12 juillet 1994 sur le dividende majoré », *Rev. Soc.*, 1995, p.1.

- Droits privilégiés dans le boni de liquidation

Remarquons tout d'abord que si un dividende prioritaire a été stipulé cumulatif et que le bénéficiaire n'a pas récupéré tous les dividendes, on prélèvera avant la répartition du boni de liquidation le montant qui lui est dû à ce titre. Indépendamment de l'existence de dividendes prioritaires ou de manière cumulative¹⁰³ on peut attribuer à des actionnaires un droit privilégié sur le boni de liquidation. A ce sujet il convient de faire deux observations :

- D'une part le privilège dans l'attribution du boni de liquidation peut consister soit dans l'attribution d'une somme forfaitaire, soit de manière plus fréquente en un certain pourcentage de ce boni ;

- D'autre part la priorité accordée ne peut pas seulement porter sur le boni de liquidation, mais également consister en un remboursement prioritaire de la valeur nominale au moment de la liquidation, ce qui est intéressant dans l'hypothèse de ressources insuffisantes pour rembourser le nominal de tous les actionnaires.

La seule limite en droit luxembourgeois consiste dans le respect des clauses léonines.

- Traitement prioritaire en cas de réduction de capital

Deux hypothèses doivent être distinguées :

- Réduction de capital motivée par des pertes : Dans ce cas la préférence consiste à ne pas devoir participer au même titre que les actions ordinaires à la réduction du capital. Imaginons qu'il y a un capital de 1000 avec 600 actions ordinaires et 400 actions de préférence avec une valeur nominale de 1. S'il y a une réduction de 700, on imputerait le capital d'abord sur les 600 des actions ordinaires de sorte que seulement 100 du capital

¹⁰³ Ce qui se fait souvent en pratique, voir H. Le Nabasque et alii, art. préc., p. 15.

« de préférence » serait réduit. Non seulement les actionnaires de préférence ne devraient pas participer à la réduction de capital, mais en plus ils se retrouveraient majoritaires. Un tel montage nous semble en conformité avec l'interdiction des clauses léonines. En effet les actions de préférence ne sont pas exemptées de toute contribution aux pertes, ils seront juste appelés à y contribuer après les actions ordinaires, mais si les pertes continuent de s'accumuler les actionnaires de préférence devront les supporter. Cette position est confirmée par un avis de l'association nationale des sociétés anonymes (ANSA) selon laquelle le droit particulier attaché à l'action de préférence peut consister en une exonération des pertes dès lors qu'elle n'est pas totale¹⁰⁴. Mais en droit français un tel montage semble violer l'article 225-204, 1^{er} alinéa, selon lequel « *en aucun cas, elle (la réduction de capital) ne peut porter atteinte à l'égalité des actionnaires* ». Vu la rédaction impérative de ce texte un traitement inégalitaire en cas de remboursement ne semble pas possible¹⁰⁵, sauf si l'unanimité des actionnaires l'autorise¹⁰⁶.

En droit luxembourgeois¹⁰⁷ la situation doit à notre sens être analysé de la même manière, même si la loi ne prévoit pas expressément le principe d'égalité des actionnaires en cas de réduction de capital.

- Réduction de capital non motivée par des pertes : la préférence consiste alors en un véritable droit au remboursement – dont le déclenchement dépend certes d'une décision sociale et pas de la seule volonté du détenteur d'actions - avant les autres actionnaires. Accorder une telle priorité ne semble possible ni en droit français, ni en droit luxembourgeois. D'une part elle permet à un actionnaire de s'affranchir de toute contribution à des pertes ultérieures, d'autre part elle viole à nouveau le principe de l'égalité de traitement des actionnaires en cas de réduction de capital.

¹⁰⁴ ANSA, Comité juridique, n 04-079, 1/12/04.

¹⁰⁵ H. Le Nabasque, art. préc., p. 14 et 15.

¹⁰⁶ L'opinion contraire a pourtant été soutenue: F. Monod, art. préc.

¹⁰⁷ A. Steichen, ouvr. préc., n° 413

- Droit au rachat prioritaire

Cette hypothèse ne doit pas être confondue avec la précédente. Ici une réduction de capital n'a pas été décidée en soi, mais elle n'est que la conséquence de la décision de lancer un programme de rachat conformément à l'article 49-2 de la LSC. Sans vouloir entrer dans les détails du déroulement de ce rachat qui est semblable à ce que prévoit la loi française (article L. 225-206 et s. du Code de commerce)¹⁰⁸, il est important de noter que selon l'article 49-2, 1°, de la LSC « *l'autorisation d'acquérir est accordée par l'assemblée générale qui fixe les modalités des acquisitions envisagées (..)* ». De même l'article L. 225-209 du Code de commerce prévoit que l'assemblée générale définit « *les modalités de l'opération* » et un auteur¹⁰⁹ en a déduit qu'il serait possible de réserver le droit au rachat à certains actionnaires. La fixation des modalités de l'opération consisterait alors à déterminer les bénéficiaires du rachat.

Avant la réforme du 24 juin 2004 ce raisonnement nous semble cependant n'être pas tout à fait exact. D'une part l'article D. 181 du Code de commerce exige que l'offre de rachat soit faite « *à tous les actionnaires* », d'autre part ce mécanisme constitue une atteinte indirecte au principe de l'égalité de traitement des actionnaires en cas de réduction de capital. Depuis la réforme de 2004 la situation a évolué comme l'article L. 228-12 du Code de commerce prévoit expressément que « *les modalités de rachat (...) des actions de préférence peuvent également être fixées dans les statuts* ». Vu l'esprit libéral de l'ensemble de l'ordonnance il est donc légitime de soutenir que ce texte constitue une exception au droit commun du rachat et au principe d'égalité¹¹⁰. Comment résoudre cette question, qui reste discutée par la doctrine française, en droit luxembourgeois ?

Nous pensons que le rachat de droit commun sur base de l'article 49-2 de la LSC doit strictement respecter le principe d'égalité au même titre que dans l'hypothèse de la

¹⁰⁸ En effet les deux lois sont des transpositions de la 2ème directive européenne en droit des sociétés du 13 décembre 1976

¹⁰⁹ F. Monod, art. préc.,

¹¹⁰ H. Le Nabasque et alii, art. préc., p. 14 ; contra M. Germain, « Les actions de préférence », art. préc.

réduction de capital. Cette affirmation est renforcée par le fait que la loi luxembourgeoise prévoit expressément la possibilité d'émettre des actions rachetables (article 49-8, cf. infra B, 3). Si on veut accorder un privilège en matière de rachat on n'a qu'à recourir à ce mécanisme.

- Droit privilégié sur les distributions de réserves ou de primes

Le principe est le même que pour la priorité sur le boni de liquidation. Il s'agit tout simplement de réserver à certains actionnaires une priorité sur la distribution de ces sommes. La situation devient plus intéressante lorsque ces réserves sont incorporées dans le capital pour émettre des actions gratuites. Une 1^{ère} question qui se pose est celle de savoir si le droit de l'actionnaire de préférence sur les réserves se reporte sur les actions gratuites. Rejoignant l'opinion d'un auteur¹¹¹ nous pensons que par l'effet d'une subrogation réelle la réponse doit être affirmative, faute de quoi la préférence risquerait de rester purement platonique dans nombre de cas. Une 2^{ème} question consiste à savoir si les actions attribuées gratuitement doivent automatiquement appartenir à la même catégorie que celles que le bénéficiaire détient déjà. Nous ne voyons pas pourquoi – en dehors de toute mention légale ou statutaire – ces actions auraient automatiquement les mêmes caractéristiques et il convient donc le cas échéant de prévoir les dispositions statutaires nécessaires¹¹². L'analyse est la même en droit luxembourgeois qu'en droit français.

- Amortissement prioritaire

L'amortissement du capital social consiste dans le remboursement du nominal d'actions au moyen de sommes distribuables. Les actions intégralement amorties deviennent des actions de jouissance et conservent tous leurs droits sauf le droit au premier dividende et le droit au remboursement de leur nominal. En droit français il n'y a

¹¹¹ H. Le Nabasque et alii, art. préc., p. 13.

¹¹² En ce sens H. Le Nabasque et alii, art. préc., p. 13 ; contra A. Viandier, « Les actions de préférence », art. préc., J. Mestre, « La réforme des valeurs mobilières », Bull.d'actualités, *Lamy Sociétés commerciales*, 12/2004.

pas d'obstacle pour accorder un droit à l'amortissement à une seule catégorie d'action à condition de respecter les dispositions des articles L. 225-198 à L. 225-203 du Code de commerce.

En droit luxembourgeois une telle préférence ne semble pas possible. En effet l'amortissement est réglementé par l'article 69-1 de la LSC selon lequel : « *Les statuts peuvent prévoir que par la décision de l'assemblée générale sujette à publication conformément à l'article 9 tout ou partie des bénéfices et réserves autres que ceux que la loi ou les statuts interdisent de distribuer peuvent être affectés à l'amortissement du capital par voie de remboursement au pair de toutes les actions ou d'une partie de celles-ci désignées par tirage au sort sans que le capital exprimé soit réduit.* » La loi prévoit donc expressément un principe d'égalité en matière d'amortissement : soit toutes les actions sont amorties, soit on désigne certaines par tirage au sort. Sauf si les actionnaires se mettent unanimement d'accord il ne semble donc pas possible d'accorder une préférence en matière d'amortissement.

A noter que le fait que le législateur luxembourgeois prend le soin d'insister expressément sur le respect de l'égalité en matière d'amortissement est un signe supplémentaire que le respect de ce principe s'impose aussi en matière de réduction de capital.

- Pratique du ratchet

La clause de ratchet est un mécanisme qui permet de garantir les investisseurs initiaux contre une dilution financière de leur participation, découlant d'une perte de valeurs des titres détenus consécutive à une survalorisation de la société au moment de leur souscription. Imaginons que des investisseurs souscrivent des actions à 200, que par la suite la société perd en valeur et que de nouveaux actionnaires entrent dans le capital avec un prix de souscription de 100 de sorte que la participation des 1ers investisseurs est fortement diluée. Pour éviter cette dilution il existe un certain nombre de mécanismes¹¹³

¹¹³ R. Routier, « Les clauses de ratchet en droit des sociétés », *Bull. Joly*, 2002, p. 859.

et le recours aux actions de préférence paraît parfaitement adaptée. Ainsi on peut notamment prévoir qu'une action de préférence donne le droit d'être converti en actions ordinaires selon un taux de conversion favorable.

En France l'article L. 228-12 du Code de commerce prévoit la possibilité pour les statuts de réglementer les modalités de conversion et l'aménagement d'une clause de ratchet est donc parfaitement possible. Certains ont mis en cause sa validité au motif qu'elle serait léonine : Imaginons un actionnaire A qui détient 100 titres avec une valeur de 50. Par la suite la valeur des actions passe à 25 et grâce à la clause de ratchet l'actionnaire en cause peut convertir ses 100 actions de préférence en 200 actions ordinaires. La valeur de l'ensemble de ses actions (100 fois 50 = 200 fois 25) n'aura pas changé malgré les pertes de la société. Il s'agit donc d'un véritable mécanisme de garantie de la valeur des titres initialement souscrits. Cependant le caractère léonin disparaît si on continue le raisonnement pour une étape supplémentaire. Si la société continue à accumuler des pertes, l'actionnaire subira in fine ces déficits, malgré la conversion qui a eu lieu à un moment. Pourrait-on imaginer une clause de ratchet « successif », c'est-à-dire une clause qui prévoit plusieurs conversions successives à des conditions différentes (si la valeur passe à 100 1^{ère} conversion, si elle passe à 50 2^{ème} conversion, etc.) ?

L'ingénierie financière ne connaît que peu de limites, donc une telle clause est imaginable. A première vue elle serait léonine, mais d'un autre côté il faut remarquer que si la société perd toute sa valeur et fait faillite, l'actionnaire bénéficiaire de cette clause n'échappera pas à la participation aux pertes. *De jure* cette clause n'affranchit donc pas de toute contribution aux pertes, mais *de facto*, sauf l'hypothèse de faillite, elle a un tel effet. Dès lors il est difficile de prévoir la décision d'un juge et beaucoup dépendrait des circonstances de l'espèce.

- Aménagement du droit préférentiel de souscription

Il y a notamment deux aménagements qui sont imaginables :

- Tout d'abord les actionnaires de préférence peuvent vouloir bénéficier d'un « super » droit préférentiel de souscription pour la catégorie d'actions qu'ils détiennent, c'est-à-dire d'un droit qui s'exercerait avant celui des actionnaires ordinaires et qui leur permettrait de rester l'unique détenteur d'une certaine catégorie d'actions¹¹⁴. En droit français il est possible de réserver une augmentation de capital à une ou plusieurs personnes, mais il faut alors respecter les modalités de l'article L. 225-138 du Code de commerce, notamment l'abstention de vote des bénéficiaires et la nécessité d'un rapport spécial du commissaire aux comptes. On peut se demander si la soumission au régime des actions de préférence permet de s'affranchir du respect des dispositions spécifiques aux augmentations de capital. En effet l'article L. 228-11 prévoit l'attribution de droits particuliers « *de toute nature* » aux actions de préférence ce qui milite pour l'interprétation la plus large et la plus libérale possible. Mais nous pensons que les dispositions sur l'augmentation du capital sont d'ordre public et dès lors les dispositions des articles L. 225-127 et suivants du Code de commerce s'appliquent de la même manière aux actions de préférence. D'ailleurs l'article L. 225-127 du Code de commerce prévoit expressément l'hypothèse de l'augmentation du capital social par émission d'actions de préférence. A noter que la situation est différente en matière de rachat : certes il y a un régime de droit commun du rachat (article L. 225-206 et suivants), mais en prévoyant des dispositions expresses pour le rachat des actions de préférence, l'ordonnance de 2004 déroge à ce droit commun et crée des cas autonomes de rachat.

En droit luxembourgeois la situation est plus simple car le législateur a prévu expressément la possibilité d'un super droit préférentiel de souscription. Selon l'article 32-2, (2) « (...) *les statuts peuvent permettre que, lorsque le capital souscrit d'une société ayant plusieurs catégories d'actions est augmenté par l'émission de nouvelles actions dans une seule de ces catégories, l'exercice du droit préférentiel par les actionnaires des autres catégories n'intervienne qu'après l'exercice de ce droit par les actionnaires de la catégorie dans laquelle les nouvelles actions sont émises.* » A noter

¹¹⁴ Sur cette question voir Guengant, Davodet et alii, « Actions de préférence – Questions de praticiens (1ère partie) », *JCP E*, 2005, 1045 qui se prononcent en faveur de l'admission d'un tel aménagement sans cependant analyser la question de l'application des règles du droit commun des augmentations de capital.

que le droit préférentiel de souscription « normal » est prévu par l'article 32-2, (1), de la LSC selon lequel (1) « *Les actions à souscrire en numéraire doivent être offertes par préférence aux actionnaires proportionnellement à la partie du capital que représentent leurs actions* ».

- Par ailleurs les actionnaires de préférence peuvent vouloir bénéficier d'un droit préférentiel de souscription qui serait supérieur à la proportion du capital représenté par leurs actions. En France, suite à la suppression de la phrase « *toute clause contraire est réputée non écrite* » qui terminait l'alinéa 2 de l'article 225-132¹¹⁵, la doctrine s'est interrogée s'il fallait désormais reconnaître la validité d'un tel montage. Mais comme l'a montré très pertinemment H. Le Nabasque¹¹⁶ la réponse doit être négative. D'une part il paraît excessif de déduire une « *révolution aussi copernicienne* »¹¹⁷ de la suppression d'une simple phrase et il faut en conclure qu'il y a malgré tout une violation de l'article L. 225-132¹¹⁸ du Code de commerce, d'autre part la mise en œuvre pratique de ce mécanisme est délicat comme il risque d'aboutir à une sur-souscription.

En droit luxembourgeois la réponse semble à 1^{ère} vue être la même. Selon l'article 32-2, (5), « *Les statuts ne peuvent ni supprimer, ni limiter le droit de préférence.* » Or permettre à certains actionnaires de souscrire un montant supérieur à leur proportion dans le capital limite nécessairement le droit préférentiel des autres actionnaires. Mais cette conclusion est peut être un peu hâtive. En effet aux termes de l'article 32-2, (2) « *Les statuts peuvent prévoir que le paragraphe (1) [note : qui prévoit le droit préférentiel de souscription proportionnel, cf. supra] ne s'applique pas aux actions pour lesquelles les droits de participation aux distributions ou au partage du patrimoine social en cas de liquidation sont différents.* » Deux interprétations de ce passage semblent possibles :

¹¹⁵ Aux termes duquel :

« *Les actions comportent un droit préférentiel de souscription aux augmentations de capital.* »
« *Les actionnaires ont proportionnellement au montant de leurs actions, un droit de préférence à la souscription des actions de numéraire, émises pour réaliser une augmentation de capital.* »

¹¹⁶ H. Le Nabasque, « Réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions : les augmentations de capital réalisées avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires », *Rev. Soc.*, 2004, p. 491.

¹¹⁷ *Ibid.*

¹¹⁸ Sanctionné par la nullité de l'augmentation en vertu de l'article L. 225-149-3 du Code de commerce.

d'une part le législateur a pu tout simplement permettre la suppression du droit préférentiel de souscription pour certaines catégories d'actions de préférence, à savoir celle avec certaines préférences pécuniaires (dividende prioritaire et priorité dans la répartition du boni de liquidation) ce qui est l'interprétation la plus logique et celle retenue par la doctrine¹¹⁹. Il y a donc une différence fondamentale avec le droit français qui attribue un droit préférentiel de souscription à toutes les actions de préférence. D'autre part au vu de l'articulation des deux textes il ne paraît pas aberrant de considérer que le (2) de l'article 32-2 déroge au (1) non pas en ce qu'il permet la suppression du droit préférentiel de souscription pour certains types d'actions, mais en ce qu'il permet d'organiser différemment leur droit préférentiel et notamment de ne pas respecter le principe de proportionnalité. Une telle lecture est certes possible textuellement et intellectuellement, mais elle ne semble pas correspondre aux intentions du législateur et elle donnerait naissance au même problème pratique en cas de sur-souscription. C'est donc la 1^{ère} interprétation qu'il faut retenir. Notons cependant que si on supprime le droit préférentiel de souscription pour certaines catégories d'actions¹²⁰ l'obstacle pratique de la sur-souscription ne se poserait plus. On attribuerait alors tout simplement à une catégorie d'actions le droit préférentiel qu'on a enlevé à une autre. Mais si l'obstacle de la pratique est enlevé, l'obstacle de droit reste. L'article 32-2, (1) dit expressément que le droit de préférence s'exerce proportionnellement au capital détenu et même si le rôle de la liberté contractuelle est important en droit luxembourgeois des sociétés, nous ne pensons pas qu'une dérogation soit possible.

Nous avons terminé l'analyse des principales¹²¹ préférences pécuniaires qui peuvent être attribués à des actionnaires de préférence et dans la plupart des cas les solutions du droit français et du droit luxembourgeois se recourent. En effet dans les deux systèmes le principe est celui de la liberté contractuelle et les limites principales sont les mêmes : interdiction des clauses léonines et respect de l'égalité des actionnaires, notamment en matière de réduction de capital. Cependant il faut remarquer que du fait

¹¹⁹ A. Steichen, *ouvr. préc.*, p. 767 ; N. Schaeffer, « Commentaires sur les modifications apportées par loi du 24 avril 1983 », *Feuille de liaison de la conférence St. Yves*, 1984-85, n° 58-64.

¹²⁰ Ce qui est possible (cf. *supra*).

¹²¹ Cette liste n'a pas vocation à être exhaustive ; il paraît impossible de délimiter la créativité des financiers et des juristes.

qu'il existe en droit français un régime spécifique aux actions de préférence on peut dans certaines situations admettre plus facilement une dérogation au droit commun¹²². D'un autre côté et en faveur d'une liberté plus étendue en droit luxembourgeois, il ne faut pas oublier que le droit luxembourgeois privilégie traditionnellement la conception contractuelle de la société. A noter finalement certaines divergences nettes entre les deux droits tel l'impossibilité de mettre en place un amortissement prioritaire et la possibilité de supprimer statutairement le droit préférentiel de souscription pour certaines catégories d'actionnaires en droit luxembourgeois.

Analysons dorénavant les droits non financiers qui peuvent être attribués à des actionnaires de préférence.

b) Droits non financiers¹²³

On peut distinguer les droits relatifs à la cession (α) et les droits politiques (β) :

(α) Aménagement des règles de cession

Plusieurs aménagements sont imaginables :

- clauses de préemption¹²⁴

Il s'agit de clauses par lesquels tout ou partie des actionnaires se réservent le droit d'acquérir en priorité par rapport à d'autres intéressés des actions en voie d'être cédées. En matière d'actions de préférence on prévoit très souvent un droit de préemption au sein

¹²² Notamment dans le domaine du rachat.

¹²³ H. le Nabasque et alii, « Les actions de préférence », art. préc., p. 15; F. Monod, « Droits non financiers attachés aux actions privilégiées », *Droit des sociétés Actes pratiques*, Juin 1996, chr. 9 ; F.-D. Poitrial, « Les limites des droits non financiers attachés aux actions de priorité », *Banque*, février 1998, n° 589, p. 50.

¹²⁴ Sur la question de leur validité voir J.-P. Bouere, « Quelques remarques sur les clauses de préemption statutaires réservées à une catégorie déterminée d'actionnaire », *Bull. Joly*, 1992, p. 376 ; Chartier, « Les clauses de préférence et de préemption en cas de cession à des tiers », *RJ com.*, 1990, n° spéc., novembre 1990.

d'une même catégorie d'actions ce qui permet de conserver l'homogénéité de cette catégorie. Ce droit de préemption limité à une catégorie peut se doubler d'un droit de préemption général exercé à titre subsidiaire.

Exemple : Il existe 3 catégories d'actions A, B et C qui ont un droit de préemption pour des cessions au sein de leur propre catégorie. Imaginons qu'un actionnaire A cède des titres et qu'aucun autre actionnaire de cette catégorie n'exerce son droit de préemption. Dans ce cas on peut prévoir un droit de préemption au profit des actionnaires B et C qui peut être égalitaire ou hiérarchisé (par exemple : B peut préempter avant C).

- Clauses d'agrément

Il s'agit de clauses en vertu desquels la cession d'actions est seulement possible après qu'un agrément a été accordé. Sous réserve de respecter les conditions générales de validité des clauses d'agrément¹²⁵, il est possible de prévoir une telle clause d'une manière générale ou seulement pour les cessions de certaines catégories d'actions. A noter qu'il est également possible d'exempter certaines catégories d'actions d'une clause d'agrément générale qui figurerait dans les statuts.

- Clauses d'inaliénabilité¹²⁶

Il s'agit d'une interdiction de céder des actions. Une telle clause n'est pas valable si elle a un caractère absolue et illimitée. L'actionnaire doit toujours avoir la possibilité de sortir de la société et il faut donc soit réserver une porte de sortie, soit limiter l'application de cette clause dans le temps.

(β) Droits politiques

Les actionnaires de préférence peuvent se voir attribuer des droits d'information supplémentaires ou un droit de consultation préalable. Par ailleurs il est possible de

¹²⁵ A. Steichen, ouvr. préc., p. 328 et s. ; R. Ripert et G. Roblot par M. Germain, ouvr. préc., n° 1618 et s.

¹²⁶ A. Steichen, ouvr. préc., p. 326 et 327 ; Cass. com., 26 avril 1984, *Rev. Soc.*, 1985, 411, note J. Mestre.

prévoir une majorité renforcée, voire l'unanimité au sein du conseil d'administration, du directoire ou du conseil de surveillance comme les règles de majorité au sein de ces organes ne sont pas d'ordre public. En effet l'article 64bis de la LSC prévoit que «*sauf disposition contraire des statuts (...) elle [la prise de décision] se fait à la majorité des membres présentés ou représentés*». Une telle clause est également possible en droit français (L. 225-3, alinéa 2 du Code de commerce), mais le droit français permet seulement une majorité renforcée, alors qu'en droit luxembourgeois à la seule lecture du texte, même une « majorité » plus faible semble possible. Cependant on peut se demander si une telle disposition est en conformité avec le principe du caractère collégial du conseil d'administration et ne dénature pas la nature de la société anonyme qui repose sur le principe majoritaire? A notre sens une telle clause ne serait donc pas valable. A noter que la clause de majorité renforcée risque d'être inefficace pour les décisions de révocation d'un administrateur à cause du principe de la libre révocabilité *ad nutum*¹²⁷.

Le droit luxembourgeois donne également un caractère supplétif aux règles de quorum. Aux termes de l'article 64bis «*sauf disposition contraire des statuts, la moitié au moins des membres doivent être présents ou représentés*». Au contraire, en droit français les règles de quorum sont impératives et «*toute clause contraire est réputée non écrite*»¹²⁸. L'organisation des modalités de délibération du conseil d'administration est donc plus souple en droit luxembourgeois.

Mais les deux préférences les plus intéressantes, dont il conviendra d'analyser la validité, sont d'une part la possibilité d'être représenté au sein du conseil d'administration et d'autre part l'attribution d'un droit de veto.

¹²⁷ Cass. com., 4 juin 1966, *Bull. Cass.*, 1966, 3, n° 284 ; CA Douai, 24 mai 1962, *JCP*, 1962, II, 12871, note Bastian.

¹²⁸ Article L. 225-37, alinéa 1, du Code de commerce.

- Représentation au sein du conseil d'administration¹²⁹

Il s'agit d'un droit qui est très fréquemment demandé en pratique car seule une représentation au sein du conseil d'administration permet à des actionnaires, par hypothèse minoritaire, de défendre au mieux leurs intérêts. Comment leur assurer une telle représentation ? Lors de la création des actions de préférence il faut prévoir dans les statuts que dans le conseil d'administration une ou plusieurs personnes doivent être des représentants de la catégorie concernée. Mais cette mention ne suffit pas à elle seule pour faire d'une personne un membre du conseil d'administration. En effet il ne faut pas oublier que seule l'assemblée générale extraordinaire (la nomination d'un administrateur entraîne une modification des statuts) est compétente pour cette nomination (article 51, alinéa 3) et qu'il ne faut pas porter atteinte à la liberté de choix de l'assemblée générale.

En pratique on met souvent en place un comité de nomination composé de représentants des différentes catégories d'actions de préférence qui va alors présenter à l'assemblée générale une liste de candidats. Cette pratique est parfaitement valable pour autant que l'assemblée garde un libre choix effectif.¹³⁰ Mais comment assurer que les actionnaires ordinaires respectent la priorité accordée à une catégorie d'actionnaires. Par hypothèse ces derniers sont minoritaires et en théorie les majoritaires pourraient donc imposer leur volonté. On peut d'abord penser à un pacte de votation extra-statutaire dont la validité est reconnue en droit luxembourgeois¹³¹. Mais malgré un tel pacte de votation un vote non conforme serait considéré comme valable et l'actionnaire lésé n'aurait droit qu'à des dommages et intérêts¹³². Pour éviter cela il faut prévoir le droit des actionnaires de préférence statutairement et si l'assemblée générale n'élit alors pas des administrateurs proposés par les actionnaires de préférence, le conseil d'administration serait composée irrégulièrement et ne pourrait pas délibérer valablement.¹³³

¹²⁹ A noter que la structure directoire-conseil de surveillance pour la SA a été introduite en droit luxembourgeois par une loi du 25 août 2006 ; par la suite nous allons toujours partir de l'hypothèse d'une structure classique avec un conseil d'administration.

¹³⁰ Delvaux, ouvr. préc., p. 293.

¹³¹ A. Steichen, ouvr. préc., n° 354 ; Delvaux, ouvr. préc., p. 292.

¹³² A. Steichen, ouvr. préc., n° 356 ; Delvaux, ouvr. préc., p. 292.

¹³³ En ce sens F. Monod, « Droits non financiers attachés aux actions privilégiés », art. préc.

Souvent des actionnaires de préférence ne se contentent pas avec une représentation au sein du conseil d'administration, mais ils veulent aussi occuper un poste spécifique, notamment celui de président. On peut facilement imaginer une clause allant en ce sens, mais selon un auteur¹³⁴ elle porterait atteinte à l'organisation hiérarchique de la société anonyme car le conseil d'administration doit être libre et souverain pour choisir soi-même son président. A notre sens cette opinion se justifie si le conseil d'administration se voit imposer une personne particulière comme président, mais s'il garde une certaine liberté de choix une telle clause nous semble valable. Ainsi une clause prévoyant que le président doit être choisi parmi les actionnaires d'une certaine classe est valable et est d'ailleurs fréquemment utilisée en pratique. A noter la similitude du problème et des solutions qui se posent respectivement au niveau de l'assemblée générale et du conseil d'administration.

- Droit de veto

Le droit de veto¹³⁵ confère à son titulaire le pouvoir de s'opposer à une décision ou à un acte pris par un organe social. Ce droit peut être total ce qui signifie que l'acte ou la décision auquel on oppose son veto est définitivement caduc ou limité (retarder une décision dans le temps, exiger une consultation/autorisation supplémentaire, etc.). Nous allons analyser la possibilité de mettre en place un tel droit de veto au sein du conseil d'administration ou de l'assemblée générale des actionnaires.

- Au sein du conseil d'administration : comme nous l'avons vu ci-dessus les règles de majorité et de quorum¹³⁶ au sein de cet organe sont supplétives. Il est donc possible de prévoir un vote à l'unanimité pour toutes ou seulement une partie des décisions ce qui revient à attribuer *de facto* un droit de veto à chaque administrateur. A noter qu'évidemment cette exigence de la majorité reste un peu « platonique » si on ne l'accompagne pas d'une exigence de quorum renforcée, ce qui est possible en droit

¹³⁴ F.-D. Poitral, art. préc., p. 52.

¹³⁵ « *Je m'oppose* » en latin.

¹³⁶ Rappelons qu'en droit français les règles de quorum sont impératives ; voir notamment Guengant, Davodet, Engel, Vendeuil, art. préc., question 9.

luxembourgeois. Mais est-il possible de prévoir un véritable droit de veto, c'est-à-dire de donner à un ou plusieurs administrateurs le droit de s'opposer à certaines décisions ? De prime abord on est tenté de répondre par l'affirmative : l'esprit de la loi semble admettre un large pouvoir d'aménagement des règles de délibération du conseil d'administration et comme on l'a vu, exiger un vote unanime revient à reconnaître un droit de veto à chaque administrateur. Mais cette mesure garde un caractère égalitaire alors qu'un véritable droit de veto attribué à un seul ou plusieurs administrateurs porte atteinte au principe d'égalité et de collégialité du conseil d'administration tel qu'il est reconnu en droit luxembourgeois¹³⁷. Dès lors il faut conclure qu'un droit de veto exprès n'est pas possible, ce qui correspond à la solution du droit français.¹³⁸

Mais de même qu'en droit français de « faux » droits de veto ou des vetos limités sont possibles. A part la modification des règles de majorité et de quorum on peut songer à attribuer à certains administrateurs le droit de provoquer une nouvelle délibération du conseil d'administration ou de soumettre la décision à l'approbation préalable de l'assemblée spéciale d'une catégorie d'actionnaires. Concernant la 1^{ère} mesure nous pensons que sa validité peut être retenue. Certes il s'agit d'une atteinte au principe de collégialité, mais cette atteinte n'est que temporaire et peut être surmontée¹³⁹. A noter que pour minimiser le risque de violation du principe de collégialité il convient de limiter ce droit de veto suspensif à certaines décisions. Concernant la 2^{nde} mesure elle est expressément prévue par la loi lorsqu'une décision porte atteinte aux droits d'une catégorie d'actions (article 68 de la LSC) ; la loi ayant déterminé une hypothèse spécifique dans laquelle il faut l'accord de l'assemblée spéciale des actionnaires de préférence, il nous semble qu'on ne peut pas étendre ce droit à des cas où il n'y aurait pas d'atteinte aux droits d'une catégorie d'actionnaire¹⁴⁰.

¹³⁷ Selon l'article 64 de la LSC « *Les administrateurs (...) forment des collègues* » et A. Steichen, ouvr. préc., n° 265 et 790 qui ne s'exprime cependant pas sur la question du droit de veto ; le reste de la doctrine est également silencieuse à ce sujet.

¹³⁸ ANSA, Comité juridique, n° 05-002, 5 janvier 2005, p. 4 ; H. le Nabasque et alii, « Les actions de préférence », art. préc., p. 17 ; F.-D. Poitrinal, art. préc., p. 52 ; Guengant, Davodet, Engel, Vendeuil, art. préc., question 9 ; contra F. Monod, art. préc. qui admet un tel droit de veto mais il faut remarquer, sans vouloir remettre en cause la qualité de cet article, qu'il est teinté d'une approche très libérale et pragmatique.

¹³⁹ ANSA, art. préc.

¹⁴⁰ J. Mestre, « La réforme des valeurs mobilières », art. préc.

- Au sein de l'assemblée générale : en droit français la doctrine est quasi-unanime¹⁴¹ pour ne pas admettre la validité d'un droit de veto au profit de certains actionnaires au sein de l'assemblée générale. L'argument principal consiste dans le caractère d'ordre public des règles de majorité tel qu'il ressort de la rédaction impérative des articles L. 225-96 à 98 du Code de commerce¹⁴². La loi fixe les règles de majorité et il n'est donc pas possible d'y déroger. La solution a traditionnellement été la même pour le quorum, mais depuis la loi du 26 juillet 2005 il est possible de fixer un quorum plus élevé dans les sociétés qui ne font pas appel public à l'épargne¹⁴³. Par un rehaussement du quorum on pourrait donc attribuer *de facto* un droit de veto à un groupe d'actionnaires qui pourrait empêcher la prise de décision en ne se rendant pas aux assemblées générales. A noter que si ce comportement devait se prolonger dans le temps, il y aurait un blocage total de la société qui risquerait d'aboutir en une dissolution ou une exclusion d'actionnaires¹⁴⁴. Certains auteurs¹⁴⁵ proposent de mettre en place un « droit de veto en amont », c'est-à-dire de permettre aux actionnaires de préférence d'interdire la soumission de la résolution querellée au vote de l'assemblée. A notre opinion un tel droit est inconcevable car il porte atteinte à la souveraineté et la liberté de choix de l'assemblée générale qui ne peut pas être privée de la possibilité de se prononcer sur une question. A défaut d'admettre un tel veto en amont, on pourrait autoriser les actionnaires de préférence en cas de vote contraire à leurs intérêts à convertir leurs actions ou d'en demander le rachat¹⁴⁶.

Le droit luxembourgeois est à nouveau plus libéral que le droit français. En effet les règles de majorité et de quorum au sein des assemblées générales ne sont pas d'ordre public. L'article 67 de la LSC pour les assemblées générales ordinaires et l'article 67-1 pour les assemblées générales extraordinaires prévoient des règles supplétives qui ne s'appliquent qu'en l'absence de condition statutaire différente. Il est donc parfaitement

¹⁴¹ Tous les auteurs sauf à nouveau F. Monod, art. préc., p. 3 qui reconnaît cependant qu'il convient de bien délimiter un tel droit.

¹⁴² Voir notamment ANSA, préc.

¹⁴³ L. 225-96, alinéa 2, du Code de commerce.

¹⁴⁴ Qui est cependant soumise à des conditions très strictes, voir notamment Tilquin, « Les conflits dans la SA et l'exclusion d'un associé », *RPS*, 1991, p.1.

¹⁴⁵ Voir notamment H. le Nabasque, « Les actions de préférence », art. préc., p.17.

¹⁴⁶ Pour autant qu'un droit au rachat soit valable, cf. infra.

possible de prévoir des conditions de vote plus strictes et même l'unanimité, ce qui confère *de facto* un droit de veto à tous les actionnaires. Mais peut-on rompre l'égalité des actionnaires et attribuer un droit de veto qu'à une partie des actionnaires ? Pour le conseil d'administration on a eu la même interrogation et on a répondu par la négative en invoquant le principe de collégialité. Au niveau de l'assemblée générale la réponse doit également être négative au nom d'un autre principe, le principe une action - une voix. En effet reconnaître un droit de veto à un actionnaire revient à contourner cette règle impérative. Si une seule voix peut mettre en échec le commun accord de tous les autres, le principe susmentionné est certainement violé.

La mise en place d'un véritable droit de veto n'est donc possible ni à l'assemblée générale, ni au conseil d'administration. Cependant il est possible de contourner cette interdiction, notamment par le biais d'une modification des règles de majorité et de quorum ce qui est plus largement admis en droit luxembourgeois qu'en droit français¹⁴⁷.

c) Cas spécifique des actions reflètes¹⁴⁸

Les actions reflètes sont une pratique anglo-saxonne qui a fait son apparition en Europe continentale il y a quelques années. L'originalité de ces titres consiste dans le mode de calcul du dividende, plus précisément dans l'assiette de ce dernier. En effet le dividende sera calculé en fonction de l'évolution d'une activité particulière de l'émetteur que cette activité soit exercée dans le cadre de la même structure juridique ou dans une structure indépendante. Même dans l'hypothèse d'une structure juridique différente il n'y a pas d'atteinte au principe de l'autonomie de la personnalité morale, car le dividende est toujours perçu directement de l'émetteur. Il faut donc non seulement que l'évolution des résultats de l'activité « reflétée » donne naissance au droit à un dividende, mais encore faut-il que l'émetteur ait le bénéfice distribuable nécessaire pour servir ce dividende. Il convient de bien distinguer le calcul du dividende, qui peut se faire en fonction de

¹⁴⁷ Cependant il ne faut pas oublier qu'en France un droit de veto est parfaitement possible dans une SAS.

¹⁴⁸ Sur lesquelles voir notamment Rapport du groupe de travail présidé par R. Barbier de la Serre ordonné par la COB, *L'introduction en France d'actions traçantes*, 2000, www.amf-france.org et A. Viandier, « Les actions reflet », *RJDA*, 1/01, p. 3.

n'importe quelle assiette fixe ou variable à partir du moment où elle est objectivement déterminable, et sa perception, qui doit nécessairement provenir de fonds de l'émetteur. L'hypothèse des actions reflètes et donc différente de celle des actions de préférence de groupe créées par l'article L. 228-13 du Code de commerce qui donnent à un actionnaire d'une société A le droit de percevoir un dividende dans une société B et qui déroge donc au principe de l'autonomie de la personne morale. Rappelons que cette possibilité n'est pas offerte en droit luxembourgeois.

Pour contester la validité des actions reflètes trois séries d'arguments ont été avancées¹⁴⁹ :

- Les actions reflètes porteraient tout d'abord atteinte au principe d'égalité entre actionnaires. Effectivement certains actionnaires verront leur dividende déterminé d'une autre manière, mais il ne s'agit que d'une variété de préférence et de même que pour l'attribution d'un dividende prioritaire, d'un privilège dans le boni de liquidation ou d'autres préférences pécuniaires il faut en reconnaître la validité au nom de la liberté contractuelle (cf. supra A).

- En second lieu il a été soutenu qu'il y aurait une violation de l'interdiction des clauses léonines. Comme on l'a vu pour les autres droits pécuniaires la délimitation du périmètre exact de cette interdiction est une opération délicate. Nous ne voyons pas pourquoi un montage d'actions de reflet serait d'office léonin. En effet il n'y a pas d'affranchissement de la contribution aux pertes et en principe les autres actionnaires gardent un droit sur une partie des bénéfices, tout est question d'aléa économique. Ce ne serait que dans des hypothèses extrêmes dans lesquelles les actions ordinaires seraient sur plusieurs années systématiquement privées de toute participation aux bénéfices qu'un juge serait susceptible de considérer un montage sur base d'actions de reflet comme léonin.

- Finalement on a fait remarquer que l'existence des droits financiers des actions reflètes serait soumise à une condition purement potestative. En effet le porteur d'actions de reflet

¹⁴⁹ A. Viandier, art. préc. ; Rapport de la COB, préc.

serait dans la main des dirigeants qui peuvent influencer les résultats de l'activité reflétée et donc les droits des porteurs. Une question similaire s'est posée pour les clauses de variabilité du prix de cession en fonction des résultats de l'entreprise (clauses de *earn-out*¹⁵⁰) et dans cette hypothèse la jurisprudence¹⁵¹ a écarté le grief de potestativité. Par analogie il faut aussi admettre la validité des actions de reflet.

En conclusion on peut affirmer qu'il est possible de créer des actions reflètes en droit luxembourgeois et en pratique on rencontre régulièrement des statuts basés sur de tels montages.

(B) Le régime des actions de préférence

Nous allons analyser l'émission (1), la conversion (2), le rachat (3) et le régime de la protection des porteurs d'actions de préférence (4). Dans tous ces domaines le droit luxembourgeois se caractérise par l'absence de réglementation précise et l'application du droit commun.

1) *L'émission*

L'émission d'actions de préférence peut tout d'abord se faire *ab initio* au moment de la constitution de la société. C'est alors le contrat de société qui les crée et ce contrat devra naturellement être accepté par tous les futurs actionnaires. L'attribution d'actions de préférence pourra s'analyser en un avantage particulier sous certaines conditions et en France il convient alors de suivre la procédure des avantages particuliers (rapport d'un commissaire aux comptes et approbation par l'assemblée générale constitutive sans prise en compte des voix du bénéficiaire)¹⁵². En droit luxembourgeois une telle procédure n'existe pas ce qui facilite donc l'émission d'actions de préférence. Il faut simplement selon l'article 27 de la LSC mentionner dans l'acte de société « *les catégories d'actions*

¹⁵⁰ F. Poittrinal, « Les conventions de *earn-out* », *JCP E*, 1999, p. 18.

¹⁵¹ Voir notamment Cass. com., 18 juin 1996, *JCP E*, 1996, n° 589, note de A. Viandier et J.-J. Caussain.

¹⁵² Depuis la réforme de 2004 l'article 228-15 et a mis fin à la discussion doctrinale sur la question de l'application de cette procédure; voir notamment J.-J. Daigre, « Actions privilégiées, catégories d'actions et avantages particuliers », *Dialogues avec Michel Jeantin, Dalloz*, 1999, p. 213 et s.

(...), les droits afférents à chacune de ces catégories ». A noter que la loi n'exige pas de relever l'identité des actionnaires de préférence¹⁵³ ce qui permet notamment à des investisseurs étrangers de garder un profil très bas.

Les actions de préférence peuvent aussi être créées en cours de vie sociale dans le cadre d'une augmentation de capital. Selon l'article 32 de la LSC c'est l'assemblée générale extraordinaire¹⁵⁴ qui est compétente en matière d'augmentation de capital. Il est possible de déléguer cette compétence au conseil d'administration. En France on fait une distinction subtile entre délégation de pouvoir et délégation de compétence et toute la réglementation sur la délégation donne lieu à certaines controverses¹⁵⁵. En droit luxembourgeois le législateur s'inspire du concept anglo-saxon de *authorized capital* (capital autorisé) et prévoit tout simplement que « l'acte constitutif peut toutefois autoriser le conseil d'administration ou le directoire à augmenter le capital social, en une ou plusieurs fois à concurrence d'un montant déterminé » (article 32, (2)). Cette même autorisation peut être accordée au cours de la vie sociale par une décision de l'assemblée générale extraordinaire¹⁵⁶. Selon le (3) du même article les statuts doivent définir les droits attachés aux actions nouvelles. Cela signifie que le conseil d'administration ne pourra pas lui-même déterminer les droits attachés aux actions de préférence, mais que cette détermination relève de la seule compétence de l'assemblée générale. A notre sens ces droits peuvent être déterminés soit tout de suite au moment de la délégation, soit au moment où le conseil d'administration décide d'émettre de nouvelles actions¹⁵⁷. Toutes les autres modalités concrètes de l'augmentation de capital peuvent être décidées librement par le conseil d'administration une fois que l'assemblée a donné son autorisation de principe. Il est possible de donner une autorisation limitée à l'émission d'une certaine catégorie d'actions. Mais il est aussi possible de donner une

¹⁵³ Qui sera connue en France dans le cadre de la procédure des avantages particuliers (article 55 du décret du 23 mars 1967).

¹⁵⁴ Comme en France (L. 225-129 du Code de commerce).

¹⁵⁵ Article L. 225-129 et s. du Code de commerce et Loy, « Sur les nouvelles règles de délégation en matière d'augmentation de capital », *JCP E*, 2004, n° 37, p. 1380.

¹⁵⁶ Hypothèse de la délégation de compétence française ; la loi luxembourgeoise ne parle pas de la délégation de pouvoir « à la française », mais en théorie rien ne s'oppose à une telle délégation.

¹⁵⁷ Mais dans ce cas le bénéfice de la délégation est pratiquement effacé comme il faut néanmoins convoquer une assemblée générale extraordinaire pour parfaire l'augmentation de capital.

autorisation globale pour toutes les catégories d'actions, sous réserve d'indiquer dans ce cas le montant du capital autorisé par classes d'actions (article 27, (7) de la LSC). De même que pour la constitution il n'existe pas de procédure des avantages particuliers, mais il suffit de mentionner les droits attachés aux actions de préférence dans les statuts. Dès lors, sous réserve de l'abus de majorité¹⁵⁸, rien ne s'oppose en principe à ce que les bénéficiaires d'actions de préférence participent au vote de l'assemblée générale décidant l'augmentation de capital au moyen d'actions de préférence.

L'autorisation donnée n'est valable que pour 5 ans à compter de la publication de l'acte constitutif ou de la modification des statuts. Elle peut être renouvelée une ou plusieurs fois par l'assemblée générale extraordinaire pour une période, qui pour chaque renouvellement ne peut dépasser 5 ans (article 32, (5) de la LSC). A noter que l'émission d'actions de préférence doit être autorisée par l'assemblée spéciale des actionnaires d'une autre catégorie s'il est porté atteinte à leurs droits (article 68 de la LSC et point 4 infra).

2) *La conversion*¹⁵⁹

La conversion est l'opération par laquelle on transforme une action d'une certaine catégorie en une action d'une autre catégorie. Deux hypothèses doivent être envisagées :

a) Tout d'abord des actions ordinaires peuvent être converties en actions de préférence ce qui constitue donc un mode de création spécifique. La loi française ne prévoit pas expressément ce mode de création, mais en évoquant à l'article 228-15 du Code de commerce l'existence de « *titulaires d'actions devant être converties en actions de préférence de la catégorie à créer* » il y a une reconnaissance implicite. Par ailleurs la possibilité de convertir des actions ordinaires en actions de préférence n'a jamais fait de doute, même avant la réforme de 2004 en l'absence de toute base textuelle¹⁶⁰.

¹⁵⁸ C. Duro et M. Goebel, art. préc.

¹⁵⁹ ANSA, Comité juridique, Conversion d'actions de préférence : questions diverses, n° 04-078.

¹⁶⁰ En ce sens H. Le Nabasque et alii, art. préc., p. 8.

En droit luxembourgeois il n'existe aucune base textuelle, la LSC ne mentionne que la conversion d'actions au porteur en des actions au nominatif et vice-versa. La conversion est donc régie par la liberté contractuelle¹⁶¹ et il revient aux statuts d'en fixer les modalités. Comme la conversion entraîne une modification des statuts, elle est de la compétence de l'assemblée générale extraordinaire¹⁶². Par ailleurs il faut tenir compte de deux difficultés : D'une part il faut en tout état de cause respecter l'interdiction des clauses léonines et l'opération de conversion ne doit pas permettre à un actionnaire de s'affranchir de toute contribution aux pertes. D'autre part l'opération de conversion nécessite éventuellement l'approbation préalable de l'assemblée spéciale d'une autre catégorie d'actionnaires de préférence ou des actionnaires ordinaires qui n'en bénéficieront pas, à supposer que les actions ordinaires forment une catégorie d'actions (cf. infra 4) pour ces questions).

b) La conversion d'actions de préférence en une autre catégorie d'actions de préférence, voire en des actions ordinaires. Alors que la loi française prévoit expressément cette possibilité (article L. 228-14 du Code de commerce)¹⁶³, la loi luxembourgeoise reste silencieuse. A nouveau nous pensons que cette conversion peut être librement régie par la liberté contractuelle avec la compétence de l'assemblée générale extraordinaire sous réserve de trois remarques :

- Il faut respecter l'interdiction des clauses léonines (cf. problématique des clauses de ratchet)

¹⁶¹ Contrairement au rachat la conversion n'entraîne pas d'exclusion des actionnaires et il est moins problématique d'admettre le principe de la liberté contractuelle en ce domaine. A noter qu'exceptionnellement il est imaginable qu'une conversion augmente les engagements des actionnaires (par exemple si une classe d'actions doit davantage contribuer aux pertes qu'une autre) et dans ce cas il faudrait alors obtenir l'accord de l'actionnaire concerné.

¹⁶² On peut se demander si cette compétence peut être déléguée au conseil d'administration. L'argument consisterait à dire que la délégation étant possible pour l'augmentation de capital, a fortiori devrait-elle être possible pour la conversion. Le contre-argument consiste essentiellement dans l'absence expresse de base textuelle pour cette conversion.

¹⁶³ Qui soulève un certain nombre de questions, voir notamment ANSA, Comité juridique, « Conversion d'actions de préférence : questions diverses », n° 04-078.

- Si les droits des actions à convertir sont diminués il faut obtenir l'accord préalable de l'assemblée spéciale de la catégorie d'actions en cause (cf infra 4). A noter qu'une diminution des droits des actionnaires ne nécessite pas leur accord unanime¹⁶⁴.
- Si la conversion entraîne une augmentation des engagements des actionnaires il faut obtenir leur accord unanime (article 67-1, (1) de la LSC).

3) *Le rachat*¹⁶⁵

Le rachat des actions a un double aspect : d'une part il y a le rachat sur l'initiative de la société qui consiste donc dans la possibilité d'un retrait forcé, d'autre part il y a le rachat sur l'initiative du porteur qui lui procure un droit au retrait et au remboursement. Faciliter les modalités du rachat a été à côté de la séparation du capital et du pouvoir la motivation essentielle pour la réforme des actions de préférence en France¹⁶⁶ et l'analyse de ces dispositions est donc très importante.

a) Le rachat imposé par la société

Les sociétés réclament très souvent ce droit afin de garder un meilleur contrôle sur la structure de leur actionnariat. Traditionnellement une telle clause était vue de manière critique par la doctrine comme elle donnait à la société le droit d'exclure ses actionnaires. Depuis la réforme de 2004 la doctrine majoritaire est désormais d'accord pour permettre le rachat sur base de l'article L. 228-12 du Code de commerce en la présence d'une clause statutaire. En l'absence d'une clause statutaire les opinions divergent¹⁶⁷ entre ceux qui pensent que vu la généralité de l'article 228-12 il faut permettre ce rachat (certes après consultation de l'assemblée spéciale des actionnaires concernées) et ceux considérant qu'il s'agit d'une augmentation des engagements des

¹⁶⁴ Voir notamment Cass. com., 22 octobre 1956, *D.*, 1957, 177, note G. Ripert.

¹⁶⁵ ANSA, Comité juridique, Rachat des actions de préférence, n° 05-001.

¹⁶⁶ « Les actions de préférence : propositions du MEDEF pour une modernisation du droit des valeurs mobilières », mai 2001, www.medef.fr.

¹⁶⁷ Sur l'ensemble de ces questions voir notamment M. Germain, « La création et la disparition des actions de préférence », *Revue de droit bancaire et financier*, n° 5, septembre-octobre 2005, p.368 et Guengant, Davodet, Engel, Vendeuil, « Actions de préférence - Questions de praticiens (2^{ème} partie) », *JCP E*, n° 29, 21 juillet 2005, 1086.

actionnaires nécessitant l'unanimité et qui invoquent par ailleurs la 2^{ème} directive européenne n° 77/91 du 13 décembre 1976 qui fait de la présence d'une clause statutaire une condition formelle du retrait forcé.

En droit luxembourgeois le législateur a expressément prévu la possibilité d'émettre des actions rachetables par une loi du 24 avril 1983¹⁶⁸ modifiant la LSC, donc plus de 20 ans avant son homologue français, lors de la transposition de la 2^{ème} directive susmentionnée. Selon l'article 49-8 de la LSC l'émission d'actions rachetables est possible aux conditions suivantes :

- Le rachat doit être autorisé par les statuts avant la souscription des actions rachetables. En l'absence de disposition statutaire le rachat imposé ne sera pas possible.
- Les conditions et les modalités de rachat sont fixées par les statuts. Il ne s'agit pas d'une simple possibilité comme en droit français, mais d'une obligation. Dans la rédaction de ces conditions il faudra particulièrement faire attention à respecter l'interdiction des clauses léonines et il n'est donc pas possible de garantir un prix de rachat mais il faudra tenir compte d'éventuelles pertes lors de la fixation de ce dernier.
- Le rachat ne peut avoir lieu qu'à l'aide des sommes distribuables, c'est-à-dire « *des résultats du dernier exercice clos augmenté des bénéfices reportés ainsi que des prélèvements effectués sur des réserves disponibles à cet effet et diminué des pertes reportées ainsi que des sommes à porter en réserve conformément à la loi ou les statuts* » (article 72-1 de la LSC) ou du produit d'une nouvelle émission effectuée en vue de ce rachat. A noter que non seulement la valeur nominale, mais également une éventuelle prime de remboursement ne peut être financée que par les sommes réputées distribuables.
- Sauf dans l'hypothèse où le rachat a lieu à l'aide du produit d'une nouvelle émission, un montant égal à la valeur nominale ou à défaut au pair comptable de toutes les actions rachetées doit être incorporé dans une réserve qui ne peut, sauf en cas de réduction du capital, être distribuée aux actionnaires et qui ne peut être utilisée que pour augmenter le capital souscrit par incorporation de réserves. A noter que la loi n'exige pas la constitution d'une réserve pour le montant de la prime de remboursement ce qui constitue

¹⁶⁸ Publiée au Mémorial A n° 035 du 16 mai 1983.

une erreur selon un auteur¹⁶⁹. Cependant nous pensons que si le législateur avait vraiment commis une telle erreur il aurait eu la possibilité de la réparer au cours des 20 dernières années.

- Le rachat doit finalement faire l'objet d'une publicité (selon le mode de l'article 9 de la LSC)

A condition de respecter ces conditions il est parfaitement licite d'émettre des actions rachetables sur initiative de la société. En pratique les contraintes législatives sont jugées tout à fait supportable et il n'y a donc pas de véritable besoin pour une plus grande liberté.

b) Le rachat imposé par le porteur

Il s'agit de reconnaître à l'actionnaire le droit d'imposer le rachat à la société et donc de sortir de la société à tout moment. En droit français cette possibilité est expressément prévu dans les sociétés cotées si le marché n'est pas liquide (article L. 228-20 du Code de commerce). Pour les sociétés non cotées la possibilité d'une telle clause est plus discutée par la doctrine française. Pour sa validité on invoque l'esprit libéral de la réforme et la généralité de la rédaction de l'article L. 228-12, mais il y a de sérieux arguments de droit commun pour ne pas admettre une telle clause. D'une part il y aurait une atteinte au principe de la fixité du capital social : si on donne à un actionnaire la possibilité d'imposer le rachat, on rend en quelque sorte le capital variable. Or les sociétés anonymes non coopératives ne sont pas autorisées à avoir un capital variable (article L. 231-1 du Code de commerce). D'autre part permettre à un associé de se retirer à tout moment de la société risque de porter atteinte à l'interdiction des clauses léonines, l'associé qui part étant affranchi de toute contribution aux pertes.

En droit luxembourgeois la possibilité de mettre en place un droit de retrait¹⁷⁰ est également discuté. La doctrine se prononce en faveur de la possibilité d'un retrait pour

¹⁶⁹ A. Steichen, *ouvr. préc.*, n° 764.

¹⁷⁰ I. Corbisier, « La société et ses associés » in: *Droit des Sociétés, Coll. Droit des sociétés, Vol. 6*, Bruxelles, 1995, p. 204.

juste motif¹⁷¹. Le juste motif est décrit comme une situation dans laquelle on ne peut raisonnablement exiger du celui qui se retire qu'il reste dans la structure sociétale et il semble que ce retrait puisse seulement être effectué après avoir prouvé une faute de la part des actionnaires restants desquels on exige le rachat. Cette hypothèse est donc marginale et ne correspond pas au besoin de souplesse que peuvent réclamer des investisseurs. Par ailleurs il est fréquent d'inclure des sorties conjointes (*tag along rights*) dans le cadre des pactes d'actionnaires ; il s'agit donc de la possibilité pour un actionnaire minoritaire d'exiger du majoritaire qu'il achète ses titres si ce dernier sort de la société. Mais à nouveau il s'agit d'une hypothèse spécifique. Une clause de rachat proprement dite qui pourrait arbitrairement être mise en œuvre par le porteur se heurte aux mêmes obstacles en droit luxembourgeois qu'en droit français.

Mais nous pensons que ces obstacles ne sont pas insurmontables. Concernant l'interdiction du capital social variable il faut noter que le rachat ne s'accompagne pas nécessairement d'une réduction de capital social et donc d'une variation de ce dernier. En effet la société peut détenir elle-même les actions rachetées¹⁷² et les rétrocéder à un moment donné de sorte qu'il n'y a pas de variation du capital social. Concernant l'interdiction des clauses léonines, il faut tout simplement être très prudent dans la rédaction des modalités de rachat et notamment éviter de stipuler un prix garanti. A notre sens il est donc possible sous certaines conditions de stipuler une clause de rachat au bénéfice du porteur.

4) *Protection des droits des actions de préférence – Les assemblées spéciales*¹⁷³

Selon l'article 68 de la LSC « *lorsqu'il existe plusieurs catégories d'actions et que la délibération de l'assemblée générale est de nature à modifier leurs droits respectifs, la délibération doit, pour être valable, réunir dans chaque catégorie les*

¹⁷¹ A. Steichen, ouvr. préc., n° 322.

¹⁷² En droit commun du rachat (article 49-2) la société ne peut acquérir que 10% du capital social ; a fortiori elle ne peut donc pas détenir un montant supérieur. A noter que si on admet la possibilité d'actions rachetables sur initiative du porteur se pose alors évidemment la question de savoir en quelle mesure les règles de droit commun du rachat s'appliquent impérativement.

¹⁷³ A. Bougnoux, art. préc.

conditions de présence et de majorité requises par l'article précédent (note : l'article 67-1 sur les assemblées générales extraordinaires ». La question principale est de savoir quand est-ce qu'il faut réunir une telle assemblée spéciale. Deux conditions sont requises : D'une part il faut être en présence d'une catégorie d'actions¹⁷⁴ et d'autre part il doit y avoir une modification des droits attachés à cette catégorie, cette modification s'entendant évidemment comme une diminution des droits attachés. Les hypothèses imaginables sont pratiquement infinies et nous allons donc nous contenter de mentionner quelques situations :

- Conversion d'actions ordinaires en actions de préférence (cf. supra 2)). Faut-il alors réunir une assemblée spéciale des titulaires d'actions ordinaires qui ne seront pas converties ? A notre opinion il faut répondre par l'affirmative car les actions non converties constituent bien une catégorie d'action et par la création d'actions de préférence (jouissant par hypothèse d'un rang supérieur pour la distribution des bénéfices) il est porté atteinte à leurs droits¹⁷⁵. A noter qu'en droit français une réunion de l'assemblée spéciale ne nous paraît pas nécessaire dans l'hypothèse où la création des actions de préférence donne lieu à la procédure des avantages particuliers, car dans ce cas les bénéficiaires ne participeront de toute manière pas au vote de l'assemblée générale.

- Conversion d'actions de préférence en actions ordinaires ou en action de préférence de rang inférieur. On porte atteinte aux droits des actionnaires de préférence et une assemblée spéciale est donc requise.

- Le rachat d'actions rachetables sur base de l'article 49-8 de la LSC ne nécessite pas de réunion de l'assemblée spéciale, car les détenteurs de ces actions n'ont pas de droit à une protection contre le rachat qu'ils ont accepté *ab initio*.

¹⁷⁴ Sur cette notion cf. supra I, B, 2 et notamment M. Jeantin, art. préc.

¹⁷⁵ En ce sens A. Bounoux, art. préc. et C. Ferry, R. Canard, M. Cretté, art. préc. ; contra notamment J.-J. Daigre, F. Monod, F. Basdevant, « Les actions à privilèges financiers », *Dr. Soc. Actes pratiques*, mars-avril 1997.

- Augmentation de capital par des actions de préférence : dans l'hypothèse où il n'existe pas encore plusieurs catégories d'actions avant l'augmentation il n'y a pas besoin de réunir une assemblée spéciale. En effet il n'y a qu'une catégorie d'actions et la composition de l'assemblée spéciale correspondrait donc à celle de l'assemblée générale. Dans l'hypothèse où il existe déjà une ou plusieurs catégories d'actions et qu'une nouvelle catégorie est créée, il faudra réunir une assemblée spéciale de chaque catégorie dont les droits sont affectées. Il peut s'agir d'une assemblée spéciale des actionnaires ordinaires et/ou d'une assemblée spéciale d'actionnaires de préférence de rang inférieur.

La détermination exacte des situations dans lesquelles la réunion d'une assemblée spéciale doit être réunie est délicate ; il faut bien analyser les situations au cas par cas en tenant compte des droits de chaque catégorie d'actions. Dans le doute il convient d'organiser une assemblée spéciale pour parer le risque d'une contestation ultérieure.

(C) Bilan

L'objet des développements précédents est d'évaluer la nécessité d'une intervention législative au Luxembourg. A cette fin nous avons analysé les droits qui peuvent être attachés à des actions de préférence ainsi que leur régime en comparant la situation luxembourgeoise à la situation française. Concernant les droits attachés¹⁷⁶ le principe dans les deux systèmes est celui de la liberté contractuelle. La différence est qu'il existe en droit français un texte spécifique qui prévoit cette liberté en matière d'actions de préférence, alors qu'en droit luxembourgeois il n'y a aucun support textuel, à part l'incontournable article 1134 du Code civil. Mais en pratique cette différence d'approche n'a guère de conséquences et les limites quant à la nature des droits attachés relèvent des principes généraux du droit, tels l'interdiction des clauses léonines ou la collégialité du conseil d'administration, qui doivent être maintenus sauf à dénaturer notre droit des sociétés. Concernant le régime des actions de préférence le droit luxembourgeois contrairement au droit français ne prévoit pas de règles spécifiques, mais à nouveau il n'y a pas de grandes différences. La conversion est parfaitement possible en

¹⁷⁶ L'hypothèse spécifique du droit de vote sera analysée plus tard.

l'absence de texte spécifique¹⁷⁷ et concernant le rachat, une des principales motivations de la réforme de 2004, le droit luxembourgeois prévoit depuis plus de 20 ans la possibilité d'émettre des actions rachetables par la société. Certes le rachat imposé par le porteur se heurte à de sérieux obstacles, mais d'une part ces mêmes obstacles semblent persister en droit français et d'autre part le milieu professionnel luxembourgeois n'est pas demandeur d'une telle disposition¹⁷⁸.

En l'absence de toute loi spéciale relative aux actions de préférence le droit luxembourgeois semble donc offrir autant de possibilités que le droit français. D'ailleurs il est intéressant de noter qu'à part l'admission plus large du rachat, les montages décrits ci-dessus étaient déjà possibles sous l'ancien droit français sur base des actions de priorité et on peut donc se demander si l'ordonnance du 24 juin 2004 constitue un aussi grand progrès que les commentaires doctrinaux semblent l'indiquer. Avant de faire un jugement final il convient cependant de considérer trois avantages du nouveau régime français que nous n'avons évoqué que partiellement :

- Premièrement il s'agit de la méthode législative choisie. Le législateur français a mis fin au morcellement du droit des valeurs mobilières réunissant sous le concept d'action de préférence plusieurs notions du droit ancien : action de priorité, action à dividende sans droit prioritaire, certificat d'investissement, action à dividende majoré. En choisissant une définition large de l'action de préférence le législateur montre l'esprit libéral qui l'animait et légitime donc le rôle important de la liberté contractuelle.

- Deuxièmement la réforme en France a donné naissance à l'action de préférence de groupe¹⁷⁹. Il s'agit d'un pas audacieux en direction de la reconnaissance d'un véritable

¹⁷⁷ Solution du droit français avant la réforme de 2004 ; nous ne comprenons donc pas l'enthousiasme face à cette soi-disant nouveauté, voir notamment O. Edwards, « Les actions convertibles : nous l'avons rêvé », *Capital finance*, n° 716, 28 juin 2004.

¹⁷⁸ Pour autant que les professionnels de trois cabinets d'affaires différents que nous avons interrogés soient représentatifs, il semble que la mise en place de *tag-along rights* constitue une protection suffisante pour les investisseurs.

¹⁷⁹ Voir notamment H. Le Nabasque, « Les actions de préférence de groupe », art. préc. et ANSA, Comité juridique, « Actions de préférence : exercice de droits particuliers dans une société contrôlée ou contrôlant », n° 04-080.

droit de société des groupes, mais les contours exacts de cette réglementation sont délicats à tracer et il est difficile de prévoir si ces actions vont connaître un grand succès ou pas.

- Troisièmement il est possible de créer des actions de préférence « *avec ou sans droit de vote* »¹⁸⁰. Le législateur prévoit donc expressément la possibilité de séparer le capital et le pouvoir. A côté de la suppression pure et simple du droit de vote, il est également envisageable de suspendre l'exercice du droit de vote pendant une certaine période. Le droit de vote ne bénéficie plus d'un statut spécifique, mais il peut être manié comme tout autre droit. Cette plus grande souplesse a été réclamée par les milieux professionnels afin de mieux pouvoir répondre aux exigences des investisseurs non intéressés par l'exercice du pouvoir et le nouveau dispositif semble parfaitement répondre à leurs intérêts.

Ces trois éléments constituent de véritables avancées que le droit luxembourgeois n'offre pas. Mais est-ce suffisant pour souhaiter une intervention législative ? Il est vrai qu'on ressent un certain malaise face à la pratique luxembourgeoise en décalage, sans être incompatible, avec le texte de la LSC. Une intervention ponctuelle reconnaissant le principe des actions de préférence serait donc souhaitable. Faut-il aller plus loin, prévoir un régime spécifique, permettre des dérogations aux grands principes du droit des sociétés ? A notre sens il est préférable que le législateur garde le silence concernant le régime et laisse le soin aux parties de prévoir les dispositions statutaires nécessaires au lieu de mettre en place des règles incomplètes ou ambiguës qui soulèvent de nombreuses questions comme en France. De même des dérogations aux grands principes doivent être strictement limitées aux cas où il existe un véritable besoin de la pratique en ce sens. Mais quid du droit de vote ? Ne faudrait-il pas permettre une application plus souple du principe une action – une voix en droit luxembourgeois ? Comme on l'a vu les actionnaires ne forment pas une catégorie homogène mais sont animés par des aspirations très différentes. Certains ne cherchent que le rendement financier maximal, d'autres au contraire veulent aussi participer à l'exercice du pouvoir. Sur base de la liberté

¹⁸⁰ Article L. 228-11 du Code de commerce.

contractuelle il n'est pas possible de créer un instrument destiné aux actionnaires financiers et de permettre des participations dans le capital sans changement du contrôle. A cause du principe une action – une voix qui est d'ordre public, l'action et le droit de vote sont inséparables. Voici donc un domaine dans lequel le droit français est en avance sur le droit luxembourgeois et dans lequel une intervention serait souhaitable. Mais cette conclusion est un peu hâtive. En effet la loi luxembourgeoise prévoit deux titres qui permettent la séparation du capital et du pouvoir : les actions à dividende privilégié et les parts bénéficiaires. Il s'agit de ce que nous appelons des actions de préférence sur base légale. Il faudra d'abord analyser ces deux titres avant de porter un jugement sur l'ensemble du régime des actions de préférence en droit luxembourgeois.

DEUXIÈME PARTIE : LES ACTIONS DE PRÉFÉRENCE SUR BASE LÉGALE

Dans cette 2^{ème} partie nous allons parler des titres qui permettent une séparation du capital et du pouvoir. Nous avons vu que le principe une action - une voix est appliqué très rigoureusement en droit luxembourgeois et il a donc fallu une intervention du législateur pour créer des titres sans droit de vote. Nous allons d'abord analyser le régime et l'utilité des actions à dividende prioritaire sans droit de vote (I), avant de nous intéresser aux parts bénéficiaires (II), qui tout en n'étant pas de véritables actions faute de contribuer à la constitution du capital social, peuvent remplir un rôle similaire grâce aux droits qu'on peut leur attacher.

I) Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote (ADPSDV)

Le législateur luxembourgeois a introduit ce titre par une loi du 8 août 1985¹⁸¹ (B). Il a ainsi suivi l'exemple du législateur français qui a créé des ADPSDV par une loi du 13 juillet 1978 et qui été modifiée en plusieurs points par la loi du 3 janvier 1983 (A). On peut d'ores et déjà noter que si les principes de la législation française et luxembourgeoise sont les mêmes, il y a quand même des différences significatives et que le législateur luxembourgeois s'est davantage inspiré de son homologue belge¹⁸².

(A) Le modèle français de l'ADPSDV¹⁸³

Jusqu'à l'ordonnance du 24 juin 2004 qui a aboli cette forme d'action, les ADPSDV étaient régies par les anciens articles L. 228-12 et s. du Code de commerce. Le législateur a voulu créer un titre attractif, à la fois pour les dirigeants d'entreprise et pour d'éventuels investisseurs, qui serait notamment adopté à des sociétés familiales dans lesquelles les fondateurs veulent garder le contrôle tout en ayant la possibilité d'attirer du

¹⁸¹ Publiée au Mémorial A n° 049 du 28 août 1985.

¹⁸² Arrêté royal belge N° 245 du 31 décembre 1983.

¹⁸³ Sur laquelle voir notamment C. Jauffret-Spinost, *Rev. Soc.*, 1979, 25 et Delmotte, *Journal des notaires*, 1978, 1533.

nouveau capital. Sans vouloir entrer dans le détail de la discussion sur la nature juridique de ce titre, remarquons tout simplement que selon la doctrine majoritaire¹⁸⁴ il s'agit d'une action comme le droit de vote ne disparaît pas définitivement mais a vocation à réapparaître sous certaines conditions. Ce titre est soumis à des conditions d'émission strictes (1) et confère des droits précis (2).

1) *Emission des ADPSDV*

Plusieurs conditions restrictives s'appliquent :

- La possibilité d'émettre des ADPSDV doit être expressément prévue par les statuts.

- La société doit avoir réalisé au cours des deux derniers exercices des bénéfices distribuables (ancien article L. 225-126 du Code de commerce). Il n'est donc pas possible de créer des ADPSDV dès la constitution, mais seulement en cours de vie sociale.

- Les actions sans droit de vote ne peuvent représenter plus du quart du montant du capital social. Cette limitation est justifiée pour éviter un contournement indirect de l'interdiction des actions à vote plural.

- Leur valeur nominale doit être égale à celle des actions ordinaires.

- Il est interdit au président, aux membres du conseil d'administration, aux directeurs généraux, aux membres du directoire et du conseil de surveillance de souscrire des actions sans droit de vote. En effet ces actions doivent être réservées à des actionnaires désintéressés de la gestion de la société.

A noter que comme pour toute émission d'actions les anciens actionnaires bénéficieront d'un droit préférentiel de souscription. Par ailleurs les ADPSDV peuvent

¹⁸⁴ C. Jauffret-Spinost, art.préc. ; Delmotte, art. préc.

être créées par conversion d'actions ordinaires et inversement des ADPSDV peuvent être converties en actions ordinaires (ancien article L. 228-12 du Code de commerce).

2) *Les droits attachés*

a) Les droits financiers

L'attribution de droits financiers plus important est la contrepartie de la privation du droit de vote. Le droit le plus important est l'attribution d'un dividende prioritaire qui est défini très strictement. Il s'agit tout d'abord d'un dividende prioritaire « *avant toute autre affectation* » (ancien article L. 228-13 du Code de commerce) qui doit donc être payé en priorité non seulement par rapport aux actions ordinaires mais également par rapport aux actions de priorité (terme utilisé avant l'ordonnance de 2004) s'il en existe. La loi prévoit ensuite que le taux de ce dividende ne peut être inférieur ni au premier dividende, ni à un montant égal à 7,5% du montant libéré du capital représenté par les ADPSDV. Une fois que le premier dividende, auquel les ADPSDV n'ont pas droit, a été distribué aux actions ordinaires, les actions sans droit de vote pourront participer à la répartition des bénéfices restants pour bénéficier éventuellement d'un superdividende. Notons finalement que ce dividende est cumulatif et qu'il se reporte sur les trois exercices suivants, voire plus s'il y a une disposition statutaire en ce sens.

A côté du droit au dividende les ADPSDV ont également droit à un remboursement prioritaire de la valeur nominale de leurs actions en cas de liquidation et ils participeront au même titre que les autres actionnaires à la répartition du boni de liquidation¹⁸⁵. Par ailleurs ils ont un droit préférentiel de souscription en cas d'augmentation de capital et à une participation égale lorsque des réserves sont distribuées. Si la société décide une réduction du capital non motivée par des pertes les ADPSDV devront préalablement être rachetées et annulées et l'amortissement du capital est interdit en présence d'ADPSDV (ancien article L. 228-18 du Code de commerce).

¹⁸⁵ S'ils ont encore droit au paiement de dividendes, les montants restants seront prélevés prioritairement sur le boni de liquidation.

b) Les droits de participation

La suppression du droit de vote n'est que conditionnelle et se justifie par les droits financiers accordés en contrepartie. Mais lorsque les dividendes prioritaires dus au titre de trois exercices n'ont pas été intégralement versés, les titulaires d'ADPSDV récupèrent leur droit de vote (ancien article 228-14 du Code de commerce). Par ailleurs ils ont droit à la même information que les actions ordinaires et ils pourront intenter les mêmes actions en justice. Finalement la loi crée une assemblée spéciale des actionnaires sans droit de vote qui pourra exprimer son avis avant toute décision de l'assemblée générale et y être représenté par un mandataire. A côté de ce droit « platonique » cette même assemblée devra approuver toute décision de l'assemblée générale qui modifie leurs droits, ce qui est notamment le cas d'une décision de rachat des ADPSDV et de la fusion (ancien article L. 228-15 du Code de commerce). L'assemblée des actionnaires sans droit de vote statuera alors dans les conditions de l'article L. 225-99 du Code de commerce qui prévoit le droit commun des assemblées spéciales.

Tel était brièvement exposé le régime des ADPSDV en droit français. Les conditions de création de ces actions étaient restrictives, le calcul du dividende prioritaire très encadré et les modalités de protection compliquées, de sorte que ce titre n'a pas connu un grand succès en France. A noter que dans le cadre de l'ordonnance du 24 juin 2004 il est toujours possible de créer des actions sans droit de vote à dividende prioritaire sans devoir cependant respecter les restrictions du régime légal antérieur. Voyons maintenant quelle est la situation en droit luxembourgeois.

(B) L'ADPSDV en droit luxembourgeois

L'introduction de l'ADPSDV en droit luxembourgeois s'est faite dans un contexte très particulier. En effet il s'agissait d'offrir un instrument sur mesure pour la plus grande société du pays, l'ARBED qui après une fusion avec le groupe français Usinor et l'espagnol Aceralia est devenu Arcelor en 2002, groupe qui a été absorbé en 2006 par

Mittal Steel. L'ARBED voulait que l'Etat augmente sa participation dans le groupe sans cependant provoquer un changement de contrôle¹⁸⁶. C'est dans ce contexte que le législateur luxembourgeois a décidé de déroger au principe sacro-saint une action – une voix et de séparer le capital et le pouvoir. Le système introduit essaie de réaliser un équilibre raisonnable entre les exigences de la protection légitime des actionnaires et les besoins d'un meilleur accès au marché des capitaux pour les sociétés¹⁸⁷. D'une manière générale la réglementation luxembourgeoise apparaît comme plus simple (que 4 articles, art. 44 à 47 de la LSC, par rapport à la dizaine d'articles en droit français) et plus souple.

1) *Emission des ADPSDV*

Selon l'article 45, (1), de la LSC l'émission peut avoir lieu « *lors de la constitution¹⁸⁸ de la société si les statuts le prévoient, lors d'une augmentation de capital, soit lors de la conversion d'actions ordinaires en actions privilégiées sans droit de vote.* » La loi ajoute que dans les deux derniers cas c'est l'assemblée générale extraordinaire qui est compétente et qu'elle doit déterminer le montant maximal d'actions sans droit de vote à émettre. En effet selon l'article 44, (1), de la LSC « *elles ne peuvent représenter plus de la moitié du capital social* » (plus souple que le droit français qui pose une limite d'un quart). En cas de création d'ADPSDV par conversion d'actions ordinaires ou en cas de conversion d'ADPSDV en actions ordinaires¹⁸⁹ « *l'offre de conversion est faite en même temps à tous les actionnaires et à proportion de leur part dans le capital social* ». Comme en France il faut donc respecter le principe d'égalité des actionnaires en cas de conversion. La loi ne pose pas d'autres exigences et est donc plus souple que le texte français.

¹⁸⁶ Cette approche a d'ailleurs fait l'objet de vives critiques de la part du député communiste Bisdorff lors de débats parlementaires assez houleux qu'on peut retrouver dans le document parlementaire n° 2980, Session 1984-85 disponible sur le site www.chd.lu.

¹⁸⁷ Tel était du moins l'intention exprimée dans l'exposé des motifs (cf. Doc. parl. préc.).

¹⁸⁸ Ce qui n'est pas possible en France.

¹⁸⁹ Ce qui n'est possible que si une disposition statutaire le prévoit (régime plus restrictif qu'en France).

2) Les droits attachés

a) Droits financiers

- Selon l'article 44, (2) les DPSDV doivent donner droit à un « *dividende privilégié et récupérable* » (à comprendre cumulatif) en cas de répartition des bénéfices. La loi se contente d'indiquer que ce dividende doit correspondre à un pourcentage de leur valeur nominale ou de leur pair comptable sans imposer un taux minimum. On peut se demander quel sens exact il convient d'attacher au terme « privilégié » et donc quel est le rang de ce dividende privilégié par rapport à des dividendes prioritaires qui peuvent par ailleurs être attribué par les statuts à d'autres catégories d'actionnaires sur base de la liberté contractuelle (voir 1^{ère} partie). L'intention du législateur était certainement de favoriser les actions sans droit de vote par rapport aux actions avec droit de vote, mais est-ce une règle d'ordre public ? La liberté contractuelle ne pourrait-elle pas créer des actions de préférence avec droit de vote qui primeraient en rang les ADPSDV ? Un argument en ce sens provient de l'article 46, (1), de la LSC selon lequel les porteurs d'ADPSDV récupèrent leur droit de vote pour des assemblées générales statuant sur « *l'émission de nouvelles actions jouissant de droits privilégiés* ». Implicitement on reconnaît donc la possibilité d'émettre des actions avec des dividendes « encore plus privilégiés » que les ADPSDV. Mais peut-être le législateur n'a voulu parler que de nouvelles actions sans droit de vote jouissant de droits privilégiés, car rappelons-le la LSC ne reconnaît pas expressément l'existence d'actions de préférence ? Dès lors il nous semble douteux que la liberté contractuelle puisse faire échec à un régime dérogatoire au sacro-saint principe une action – une voix ; le sacrifice du droit de vote mérite une récompense qui ne saurait être écartée par la seule volonté de la majorité¹⁹⁰. Le seul auteur¹⁹¹ qui s'est prononcé sur cette question partage d'ailleurs cette opinion¹⁹². La

¹⁹⁰ Encore que dans ce cas il faut probablement aussi l'accord de l'assemblée spéciale des ADPSDV.

¹⁹¹ Delvaux, ouvr. préc., p. 234 : « *A notre avis toutefois, le rang privilégié des actions sans droit de vote doit toujours primer le rang des actions avec droit de vote, même privilégiée.* »

¹⁹² On peut aussi s'interroger sur la relation entre le dividende privilégié accordé aux ADPSDV et le dividende prioritaire auquel ont droit selon l'article 69-1 de la LSC les actions qui ne bénéficient pas d'un amortissement (rappelons que soit tous les actions sont amorties également, soit on détermine certaines par tirage au sort et les « perdants » obtiennent alors un dividende prioritaire). A notre opinion ce dividende

présence d'ADPSDV constituerait donc une limite¹⁹³ importante à la créativité en matière d'actions de préférence comme les actionnaires concernés passeraient forcément après les actions sans droit de vote. A noter que les actions sans droit de vote pourront participer à la répartition de bénéfices restants après la distribution du premier dividende à tous les actionnaires.

- Selon l'article 44, (3), de la LSC elles doivent conférer un « *droit privilégié au remboursement de l'apport, sans préjudice du droit qui peut leur être accordé dans la distribution du bénéfice de liquidation* ».

- Le législateur luxembourgeois ne reprend pas l'interdiction d'amortissement du capital social et n'exige pas le rachat préalable des ADPSDV en cas de réduction de capital non motivée par des pertes. Pour tous les autres droits financiers, notamment dans l'hypothèse d'une distribution de réserve, les actions sans droit de vote doivent bénéficier des mêmes droits que les actions ordinaires¹⁹⁴.

b) Droits de participation

- Si les conditions de l'article 44 de la LSC (limite de la moitié du capital social, dividende privilégié, droit privilégié au remboursement de l'apport) ne sont pas ou plus remplies, les actions sans droit de vote récupèrent leur droit de vote plein et entier dans le cadre des assemblées générales.

- De même les ADPSDV « récupèrent » leur droit de vote lorsque « *malgré l'existence de bénéfice distribuable à cet effet, les dividendes privilégiés et récupérables n'ont pas été entièrement mis en paiement, pour quelque raison que ce soit, pendant deux exercices successifs* » (article 46, (2), de la LSC). Ce passage appelle deux remarques :

prioritaire ne doit primer que les actions de jouissance, mais s'incline devant d'éventuels dividendes privilégiés attachés à des actions sans droit de vote et aussi à des actions de préférence non amorties.

¹⁹³ Qui n'existe plus en droit français.

¹⁹⁴ La loi ne le dit pas expressément, mais à notre sens cette solution s'impose car les ADPSDV restent avant tout des actions et restent donc régies pour autant que possible par le droit commun des actions ; en ce sens Delvaux, ouvr. préc., p. 233.

d'une part ce n'est qu'en présence de bénéfice distribuable que les actions sans droit de vote peuvent récupérer leur droit de vote ; en France la loi est plus sévère car il suffit qu'il n'y ait pas eu de distribution pendant trois ans peu importe qu'il n'y ait pas eu de bénéfice distribuable. La récupération du droit de vote est conçue comme une punition des actionnaires majoritaires qui ont mal géré la société et sont donc responsables de l'absence de bénéfice distribuable. D'autre part il faut qu'il n'y ait pas eu de distribution pendant deux exercices *successifs* ce qui laisse sans conséquence une distribution qui ne se ferait systématiquement qu'une année sur deux. A noter qu'évidemment le dividende non payé lors d'une année n'est pas « perdu » à cause du caractère cumulatif des dividendes des actions sans droit de vote. Les ADPSDV garderont un droit de vote entier « jusqu'au moment où les dividendes auront été intégralement récupérés » (article 46, (2) de la LSC).

- De toute manière les ADPSDV ne sont pas privés totalement de leur droit de vote. Ils gardent cette prérogative pour un certain nombre de décisions limitativement¹⁹⁵ énumérées par la loi à l'article 46, (1), de la LSC : émission de nouvelles actions jouissant de droits privilégiés, fixation du dividende privilégié récupérable attaché aux actions sans droit de vote, conversion d'actions privilégiées sans droit de vote en actions ordinaires, réduction du capital social de la société, modification de son objet social, émission d'obligations convertibles, dissolution anticipée, transformation en une société d'une autre forme juridique. Remarquons finalement qu'évidemment les ADPSDV ne sont pas pris en compte pour le calcul du quorum et des majorités au sein des assemblées générales (article 46, (3) de la LSC)¹⁹⁶ et que la loi prend le soin de préciser qu'elles bénéficient du même droit à l'information que les actionnaires ordinaires et donc aussi de toutes les informations liées à l'exercice du droit de vote (article 47 de la LSC).

¹⁹⁵ S'agissant d'un régime légal dérogatoire, il doit être d'interprétation stricte.

¹⁹⁶ Hormis évidemment le cas où elles récupèrent le droit de vote.

II) Les parts bénéficiaires¹⁹⁷

Aux termes de l'article 37, alinéa 2, de la LSC « *indépendamment des actions représentatives du capital social, il peut être créé des titres ou parts bénéficiaires. Les statuts déterminent les droits qui y sont attachés* ». L'article 27, (11), de la LSC précise que « *l'acte de société indique : (...) le cas échéant le nombre de titres ou de parts non représentatifs du capital exprimé ainsi que les droits y attachés, notamment le droit de vote aux assemblées générales (...)* ». Le législateur luxembourgeois ne donne pas d'indications supplémentaires sur le régime des parts bénéficiaires et on est donc dans un domaine où la liberté contractuelle joue un rôle important. Remarquons d'ores et déjà qu'en France les parts bénéficiaires sont mieux connus sous le nom de parts de fondateurs¹⁹⁸ et ont été très utilisés en pratique avant d'être interdits lors de la grande réforme du droit des sociétés opérée par la loi du 24 juillet 1966. Nous allons tout d'abord analyser la nature et les droits attachés aux parts bénéficiaires (A) avant de nous intéresser à leur régime (B).

(A) Nature et droits attachés aux parts bénéficiaires¹⁹⁹

1) *Nature des parts bénéficiaires*

En France on définit généralement les parts bénéficiaires comme « *des titres négociables qui donnent à leur porteur un droit qui est normalement l'attribution d'une part dans les bénéfices de la société et peut être un droit sur l'actif social en cas de liquidation* »²⁰⁰. La discussion sur la nature des parts bénéficiaires a donné lieu à un débat

¹⁹⁷ Pour une étude approfondie de ce sujet voir notamment J. Rault, « *Traité des parts de fondateur* », LGDJ, 1930 ; J. Copper-Royer, *Le régime des parts fondateurs*, th. Paris, 1931 et A. Schwing, *La nature juridique et le régime fiscal des parts de fondateur*, th. Strasbourg, 1957; dans le cadre de ce mémoire nous nous limiterons à une analyse des questions en droit luxembourgeois sans aborder toutes les questions propres à l'ancien régime français.

¹⁹⁸ Les parts de fondateur sont des parts bénéficiaires qui sont attribués aux fondateurs d'une société ; par la suite nous allons toujours utiliser le terme de parts bénéficiaires.

¹⁹⁹ Nous allons nous contenter d'analyser la nature des parts bénéficiaires en droit privé, mais la question se pose également en droit fiscal dans lequel on assimile en principe les parts aux actions (voir sur ce point A. Schwing, th. préc., 2^{ème} partie).

²⁰⁰ G. Ripert et R. Roblot par Michel Germain, *ouvr. préc.*, n° 1775.

doctrinal très intense pendant la première moitié du XX^{ème} siècle. Les positions étaient très divergentes : certains considéraient que les porteurs de parts bénéficiaires étaient une variété d'actionnaire²⁰¹, d'autres y voyaient un simple créancier²⁰² et encore d'autres pensaient que les parts bénéficiaires correspondent à une part d'associé « sui generis »²⁰³. Un auteur²⁰⁴ estimait que la part de fondateur échappe à la division classique des droits et constitue une catégorie juridique particulière. Le législateur français est intervenu dans cette controverse par une loi du 23 janvier 1929 aux termes de l'article 1^{er}, alinéa 2, de laquelle « ces titres, qui sont en dehors du capital social, ne confèrent pas à leurs propriétaires la qualité d'associé. Mais il peut leur être attribué, à titre de créance éventuelle contre la société, un droit fixe ou proportionnel dans les bénéfices sociaux. » L'intervention du législateur a été jugée « déplorable » et comme contenant « autant d'inexactitudes que de mots »²⁰⁵. Il en ressort une seule certitude, à savoir que les porteurs de parts bénéficiaires ne sont pas des actionnaires. Mais selon une doctrine majoritaire²⁰⁶ ces porteurs ne sont pas totalement hors de la société et il ne s'agit donc pas non plus de véritables créanciers. En réalité les porteurs de parts bénéficiaires se situent entre ces deux extrêmes et leur position exacte varie en fonction des droits qu'on leur attache ; il s'agit de véritables « associés de seconde zone »²⁰⁷.

En droit luxembourgeois le débat se pose en des termes similaires. Au vu de la rédaction de l'article 37 de la LSC on peut exclure la qualification d'action car le législateur distingue clairement les parts bénéficiaires, qui sont hors du capital social, des actions, qui sont représentatives du capital social. Le critère de distinction est donc la participation au capital social. La distinction sera alors purement comptable dans l'hypothèse où les parts sont attribués en contrepartie d'un apport en numéraire ou en nature ce qui est parfaitement possible. Au lieu de figurer dans le compte capital social cet apport figurera dans un compte de réserve. Mais il est aussi possible d'attribuer des parts bénéficiaires aux fondateurs en contrepartie des services qu'ils ont rendus dans le

²⁰¹ Lyon-Caen et Renault, *Manuel*, 1^{ère} édition, n° 251 bis ; Thaller, *Traité de Droit commercial*, 1^{ère} éd.

²⁰² Thaller et Pic, t. III, n° 1.706.

²⁰³ Houpin, *Journal des Sociétés*, 1894, p. 184.

²⁰⁴ J. Rault, *ouvr. préc.*, p. 34.

²⁰⁵ G. Ripert et R. Roblot par Michel Germain, *ouvr. préc.*, n° 1775.

²⁰⁶ Voir notamment G. Ripert et R. Roblot par Michel Germain, *ouvr. préc.*, n° 1775.

²⁰⁷ Hamel et Lagarde, *Traité de droit commercial*, t. 1, Paris, 1954.

cadre de la constitution de la société et on parle alors plutôt de parts de fondateur. Rappelons que dans cette hypothèse une émission d'actions ne serait pas possible car on ne peut pas faire un apport en industrie dans les sociétés anonymes (article 26-3 de la LSC). Pourrait-on émettre des parts bénéficiaires qui ne constitueraient la contrepartie d'aucun apport ? Même si le législateur ne l'interdit pas expressément, nous pensons qu'il convient de répondre par la négative. D'une part on ne voit pas quelle serait la cause de cette émission, d'autre part l'article 37, alinéa 4, prévoit que « *les titres ou parts bénéficiaires, quelle que soit leur dénomination, sont soumis aux dispositions de l'article 26-1.* » Aux termes de l'article 26-1 « (...) *les apports autres qu'en numéraire font l'objet d'un rapport établi préalablement à la constitution de la société par un réviseur d'entreprises indépendant*²⁰⁸ *de celle-ci (...). Ce rapport doit porter sur la description de chacun des apports projetés ainsi que sur les modes d'évaluation adoptés et indiquer si les valeurs auxquelles conduisent ces modes correspondent au moins au nombre et à la valeur nominale (...)* ».

En soumettant la création de parts bénéficiaires au contrôle d'un réviseur d'entreprise pour les apports autres qu'en numéraire²⁰⁹, le législateur semble indiquer qu'il entend protéger les actionnaires et les porteurs de parts déjà existants dans la société contre l'attribution aux nouveaux porteurs de parts de droits exagérés par rapport aux apports fournis²¹⁰. S'il était permis de créer des parts qui ne constituent pas la contrepartie d'un apport, le renvoi à l'article 26-1 serait vidé de tout contenu. En effet il suffirait alors de ne pas faire un apport pour échapper au contrôle du réviseur d'entreprise de l'article 26-1 ; une telle solution serait absurde et contraire à l'intention du législateur qui veut protéger les actionnaires et porteurs de parts existants. A noter que le renvoi à l'article 26-1 doit se comprendre par analogie, car les parts bénéficiaires n'ont pas de valeur nominale et ce qu'on comparera donc à la valeur des apports c'est la valeur des

²⁰⁸ L'équivalent en droit luxembourgeois du commissaire aux comptes en droit français.

²⁰⁹ Selon J. Delvaux, ouvr. préc., p. 271 « *on peut même valablement soutenir que l'intervention d'un réviseur aux apports est requis dans les cas de création de parts de fondateur même au cas où les parts de fondateur sont libérées en espèce, si l'on estime que la mission du réviseur est une mission de vérification de l'équivalence entre les apports faits et les droits créés en contrepartie. En effet, il est normalement plus difficile d'évaluer la valeur économique des parts bénéficiaires spécialement s'ils donnent des droits autres que les actions.* »

²¹⁰ J. Delvaux, ouvr. préc., p. 271.

parts bénéficiaires en fonction des droits qui y sont attachés. Il s'ensuit que le travail du réviseur d'entreprise sera très délicat et selon un auteur²¹¹ « *il est probable que le recours à la création de parts bénéficiaires ou de fondateurs sera restreint à l'avenir vu la difficulté des réviseurs d'entreprises de constater, d'une part la valeur des parts et d'autre part la valeur des apports effectués à la société* », mais en pratique les parts bénéficiaires bénéficient toujours d'une grande popularité à cause de leur souplesse.

Les parts bénéficiaires sont un titre idéal pour séparer le capital du pouvoir. Leur régime est presque exclusivement régi par la liberté contractuelle et il s'agit donc d'un instrument beaucoup plus facile à mettre en place que l'action sans droit de vote à dividende prioritaire soumise à une réglementation plus stricte (cf. supra I). Les parts bénéficiaires permettent notamment un aménagement beaucoup plus souple et ponctuel des droits qui leur sont attachés.

2) *Droits attachés aux parts bénéficiaires*

D'après l'article 37, alinéa 2 « *Les statuts déterminent les droits qui y (note : aux parts bénéficiaires) sont attachés* ». Le principe en la matière est donc la liberté statutaire et faute de disposition statutaire les porteurs de part ne peuvent pas réclamer de droits ; il n'existe pas de « droits naturels » des porteurs de parts²¹² à l'instar des droits dont peut bénéficier chaque actionnaire (information, droit au dividende, droit de vote, etc.). Parmi les droits qui peuvent être prévus statutairement, il faut distinguer les droits financiers (a) des droits politiques (b).

a) Droits financiers

- Traditionnellement les parts fondateurs bénéficient d'un droit aux dividendes. Quelles sont les modalités de ce droit ? La loi ne prévoit aucune règle et on est donc dans le domaine de la liberté contractuelle. Il est possible d'attribuer aux parts bénéficiaires un

²¹¹ Delvaux, ouvr. préc., p. 271, opinion émise lors de l'introduction du renvoi à l'article 26-1 par la loi du 8 août 1985.

²¹² Sauf évidemment le droit qui appartient à chaque citoyen de saisir le juge.

dividende prioritaire ou précipitaire à un taux calculé en fonction d'une base fixe ou variable et ce dividende peut également être cumulatif²¹³. Rien ne semble s'opposer à ce que le dividende des parts bénéficiaires prime en rang non seulement les dividendes ordinaires, mais aussi les dividendes des actions de préférence. Quid du dividende privilégié auquel ont droit les actions sans droit de vote ? On retrouve la même problématique que dans le conflit action de préférence – action sans droit de vote et nous pensons que la même conclusion s'impose : le dividende des actions sans droit de vote doit primer tous les autres dividendes qu'ils soient attachés à des actions ou à des parts fondateurs²¹⁴. Sous la réserve de la primauté du dividende des actions sans droit de vote les statuts peuvent alors librement organiser le rang des dividendes attachés aux actions ordinaires, actions de préférence et aux parts de fondateur. A noter par ailleurs que le dividende des actions non amorties doit primer celui des actions de jouissance (article 69-1 de la LSC).

- A côté du droit au dividende il est possible d'attribuer aux parts bénéficiaires un droit de participation dans la répartition du boni de liquidation. A nouveau les statuts peuvent librement aménager ce droit et notamment accorder une préférence aux parts bénéficiaires. En principe les actionnaires ont le droit de prélever en priorité le montant nominal de leurs actions. Mais pourrait-on imaginer une clause statutaire par laquelle les actionnaires renoncent à ce droit et qui donne aux porteurs de part le droit à une partie du produit de la liquidation avant même que le capital n'ait été remboursé aux actionnaires ? De prime abord une telle clause semble illicite, mais un auteur français²¹⁵ a défendu sa validité au nom de la liberté statutaire et la jurisprudence lui a du moins implicitement

²¹³ Voir 1^{ère} Partie, II, A, 1,a sur les droits financiers dont peuvent bénéficier les actions de préférence pour plus de détails sur ces différentes formes de dividende.

²¹⁴ Mais en droit la solution inverse peut également être soutenue. En effet les parts n'étant pas des actions, ils ne sont pas tenus de respecter la supériorité que le législateur a voulu donner aux actions sans droit de vote par rapport aux actions avec droit de vote et ceci d'autant plus que dans la plupart des cas les parts seront eux-mêmes privés d'un droit de vote. Nous n'avons pas trouvé de source doctrinale précise à ce sujet ; M. Rault dans son traité (ouvr. préc., p. 73 et s.) se contente de mentionner la possibilité de créer plusieurs catégories de parts bénéficiaires et de privilégier les actionnaires par rapport aux porteurs de part. M. Copper-Royer (th. préc., p. 102) parle seulement de la possibilité d'attribuer aux parts bénéficiaires une fraction bénéficiaire plus importante, sans être prioritaire. En résumé toutes les combinaisons semblent possibles, la matière étant régie par la liberté statutaire.

²¹⁵ A. Wahl, *Journal des Sociétés*, 1897, p. 203.

donné raison²¹⁶. A l'encontre de cette doctrine on a fait valoir qu'une telle stipulation risquerait de donner aux parts bénéficiaires un droit sur le capital social et non plus sur les bénéfices réalisés²¹⁷ et qu'il y aurait donc une déformation de leur nature²¹⁸. Mais comme l'a justement remarqué M. Rault les parts resteront différents des actions car tout au long de la vie sociale ils n'auront pas contribué au capital social et au nom de la liberté contractuelle il faut donc admettre la validité d'une telle stipulation. Même si la doctrine luxembourgeoise ne semble pas partager pas cette opinion²¹⁹, nous ne voyons pas pourquoi cette solution ne pourrait pas être transposée en droit luxembourgeois.

- Par ailleurs il semble être possible d'attribuer aux porteurs de part des droits dans la distribution de primes d'émission ou de réserves²²⁰.

- Finalement se pose la question de savoir si on peut attacher un droit préférentiel de souscription aux parts bénéficiaires. L'article 32-3 de la LSC ne prévoit ce droit que pour les actions, mais selon A. Steichen²²¹ la liberté statutaire doit permettre de créer des parts avec un tel droit préférentiel. Nous ne partageons pas cette opinion, car aux termes de l'article 32-3, (5), « *les statuts ne peuvent ni supprimer, ni limiter le droit de préférence* ». Or attribuer un tel droit aux parts bénéficiaires porte nécessairement atteinte au droit des actionnaires car il y a un risque de sur-souscription²²². La seule chose qu'on pourrait imaginer c'est d'attribuer aux parts bénéficiaires un droit préférentiel de souscription de 2nd rang. A noter qu'en France on reconnaissait à une époque²²³ des titres

²¹⁶ C. Paris, 13 mars 1901, *Rev. Soc.*, 1901, p. 326.

²¹⁷ Dans l'hypothèse où le produit de la liquidation serait inférieur ou égal au montant du capital social à rembourser.

²¹⁸ Argument invoqué par Houpin et Bosvieux, t. I, n° 540.

²¹⁹ A. Steichen, *ouvr. préc.*, n° 786 qui ne fait cependant pas une analyse approfondie de cette problématique.

²²⁰ Voir Rault, *ouvr. préc.*, p. 77 à 87 sur ces questions très discutées en doctrine.

²²¹ *Ouvr. préc.*, n° 786.

²²² Voir Delvaux, *préc.*, p. 270 qui invoque un avis du Conseil d'Etat en ce sens dans le cadre des travaux préparatoires que nous n'avons malheureusement pas pu retrouver.

²²³ G. Ripert et R. Roblot, *Traité élémentaire de droit commercial*, t. 1 : Commerçants, sociétés, valeurs mobilières, LGDJ, 1963, 5^{ème} édition, n° 1353.

donnant un droit préférentiel de souscription dans le cadre d'une augmentation de capital et qui étaient qualifiés de parts de fondateur en jurisprudence²²⁴ et même par la loi²²⁵.

On a vu que pour les droits financiers attachés aux actions de préférence il faut toujours veiller à respecter l'interdiction des clauses léonines. Cette interdiction ne s'applique qu'entre associés et les porteurs de parts ne sont donc pas tenus de s'y soumettre ce qui augmente encore davantage la créativité dont on peut utiliser en matière de parts bénéficiaires. Cependant une autre limite générale du droit des sociétés peut jouer un rôle : l'abus de majorité. Tel serait le cas si les actionnaires majoritaires s'accordent des parts bénéficiaires avec des privilèges financiers importants créant ainsi une inégalité entre actionnaires sans que cela serve l'intérêt social.

b) Droits politiques

Nous touchons maintenant à un des points les plus curieux de la loi luxembourgeoise. En effet d'une part elle dit que les parts bénéficiaires ne sont pas des actions, d'autre part elle laisse le libre champ à la liberté contractuelle et permet donc d'attribuer tous les droits politiques aux parts ce qui en fait *de facto* des actions. Plusieurs droits politiques sont en cause :

- Droit d'assister aux assemblées générales avec voix consultative : nous ne voyons pas pourquoi on ne pourrait pas accorder un tel droit. A notre opinion aucune disposition d'ordre public n'interdit d'imposer la consultation de non-actionnaires avant le vote de l'assemblée générale aussi longtemps que cette dernière reste souveraine dans sa décision²²⁶. D'ailleurs la loi luxembourgeoise autorise les obligataires à assister avec voix consultative aux assemblées générales (article 85 de la LSC) et ce droit a été expressément reconnu par la loi française du 23 janvier 1929 aux porteurs de part.

²²⁴ Trib. com. Seine, 23 mai 1936, *JCP*, 1936, 1297 et autres références dans G. Ripert et R. Roblot, *Traité élémentaire de droit commercial*, t. 1 : Commerçants, sociétés, valeurs mobilières, LGDJ, 1963, 5^{ème} édition, n° 1353.

²²⁵ Décret-loi du 8 août 1935 supprimé par la loi du 27 mai 1955.

²²⁶ En ce sens Rault, *ouvr. préc.*, p. 92, mais la mise en place d'un tel mécanisme est déconseillé comme il emporte des complications (au sujet desquelles voir Houpin et Bosvieux, *ouvr. préc.*, n° 544).

- Droit d'assister avec voix délibérative aux assemblées générales : De prime abord l'attribution d'un droit de vote aux parts bénéficiaires semble impossible et absurde. Le droit de vote est un droit propre des actionnaires. L'article 67 de la LSC parle clairement de « *l'assemblée générale des actionnaires* » et énonce que « *tout actionnaire a (...) le droit de voter* »; or on a vu que les porteurs de part ne sont pas des actionnaires faute de contribuer à la constitution du capital social. Par ailleurs la reconnaissance d'un droit de vote aux porteurs de parts emporterait des « *complications insurmontables* »²²⁷. En effet tout le mécanisme des assemblées générales repose sur la computation de la quote-part du capital représenté par chaque votant que ce soit pour le calcul de la majorité ou celui du quorum. Comment rendre l'attribution d'un droit de vote aux porteurs de part compatible avec les règles habituelles des assemblées ? En droit luxembourgeois l'entreprise ne semble pas impossible comme les règles de majorité et de quorum des assemblées sont dans le domaine de la liberté statutaire. Pour des parts qui représentent la contrepartie d'un apport en numéraire ou en nature on pourrait alors considérer pour les besoins de la détermination du droit de vote qu'ils font partie du capital social et calculer les majorités et le quorum en fonction de ce capital social « fictif ». Mais comment quantifier le droit de vote de parts attribués en contrepartie d'un apport en industrie ? L'équation nous semble très difficile à résoudre. A côté des objections théoriques il y a donc de sérieuses objections pratiques ce qui a amené la doctrine majoritaire²²⁸ et la jurisprudence²²⁹ française du début du siècle à interdire l'attribution d'un tel droit. La question a été définitivement réglée par la loi du 23 janvier 1929 dont l'article 11, (4), frappe de nullité toute délibération de l'assemblée générale des actionnaires à laquelle les représentants des porteurs de parts auraient assisté avec voix délibérative.

²²⁷ Selon l'expression de Thaller et Pic, ouvr. préc., n° 711.

²²⁸ Thaller et Pic, ouvr. préc., n° 711 ; Houpin et Bosvieux, ouvr. préc., n° 544 ; Rault, ouvr. préc., p. 90 et 91 ; contra Lyon-Caen et Renault, ouvr. préc., n° 844 et R. Rousseau, *Traité de droit des sociétés*, n° 1241 et 1245.

²²⁹ Voir notamment Trib. com. Seine, 24 juin 1880, Rev. Soc., 86.03, C. Paris, 16 juillet 1896, D.P. 99.2.361.

Malgré ces objections l'attribution d'un droit de vote semble possible en droit luxembourgeois²³⁰. D'une part la doctrine unanime²³¹ l'admet, d'autre part il y a un sérieux argument de texte car aux termes de l'article 27, (11), de la LSC « *l'acte de société indique (...) le cas échéant le nombre de titres ou de parts non représentatifs du capital exprimé ainsi que les droits y attachés, notamment le droit de vote aux assemblées générales* ». Le texte légal est sans équivoque et reconnaît la possibilité d'un droit de vote « *aux assemblées générales* ». Quelle est la portée de ce droit ? Peut-il être égal au droit de vote des actionnaires ? Le texte de la loi ne s'y oppose pas et la doctrine parle d'un « *droit de vote égal à celui des actionnaires* »²³². Cette solution nous paraît déplorable pour les raisons théoriques et pratiques invoquées ci-dessus. A notre sens le droit de vote des fondateurs de part doit nécessairement être limité à certaines décisions qui touchent directement leurs intérêts (répartition du bénéfice, augmentation de capital, etc.) ou qui concernent l'essence même de la société (objet, forme, etc.). Si on reconnaît un droit de vote général aux parts bénéficiaires, il sera possible de créer des titres ayant tous les atouts d'une action²³³, sans cependant être soumis à certaines limites du droit commun des actions. Ainsi si on pousse la logique jusqu'au bout on pourrait imaginer l'attribution d'un droit de vote plural aux parts bénéficiaires²³⁴. En effet la loi ne prévoit que le principe une action – une voix, non pas le principe une part – une voix. Par ailleurs la détermination du droit de vote attaché aux parts bénéficiaires relève d'un calcul « magique ». Normalement un actionnaire a droit à un vote proportionnel à sa quotité dans le capital social, mais les parts ne représentent aucune contrepartie du capital social. Si cette difficulté peut encore être contournée par un calcul « fictif »²³⁵ s'il y a un apport en nature ou en numéraire, la détermination du droit de vote devient complètement arbitraire s'il y a seulement eu un apport en industrie. Voilà pourquoi nous pensons qu'il

²³⁰ Une fois qu'on admet la validité du droit de vote, il faut aussi reconnaître la possibilité de l'aménager, notamment au moyen d'une suspension.

²³¹ A. Steichen, ouvr. préc., n° 786, Delvaux, préc., p. 270, I. Corbisier sous la direction d'A. Prüm, *Droit des sociétés, Tableau comparatif des droits luxembourgeois, belge et français*, Bruxelles, 2000, p.377.

²³² A. Steichen, ouvr. préc., n° 687 ; I. Corbisier, ouvr. préc., p. 377.

²³³ Sans devenir de véritables actions comme il n'y a pas de contribution au capital social.

²³⁴ Mais la doctrine préc. (Steichen, Delvaux) s'y oppose.

²³⁵ Voir supra.

convient d'interdire l'attribution d'un droit de vote dans cette situation car l'admission d'un tel droit ouvre la porte à tous les abus.²³⁶

On peut aussi s'interroger sur l'attribution d'un droit de veto aux parts bénéficiaires. A notre sens celui-ci devrait en principe se heurter aux mêmes obstacles que pour les actions de préférence²³⁷. A noter qu'il n'existe aucune limite légale²³⁸ concernant le rapport des droits de vote entre les actionnaires et les porteurs de part. On peut donc s'imaginer la situation absurde où le pouvoir dans les assemblées serait exercé par les porteurs de part et non plus par les actionnaires. Une telle constellation nous semble contraire aux principes les plus fondamentaux qui sont sous-jacents à la réglementation de la société anonyme. Il s'agit d'une structure dans laquelle le pouvoir ultime doit être aux mains des actionnaires car ce sont eux qui à travers le capital social ont financé la société. L'attribution de parts bénéficiaires doit rester exceptionnelle et ne pas remplacer les actions. A notre opinion les actionnaires²³⁹ dominés par les porteurs de parts pourraient alors demander la dissolution pour justes motifs (article 1871 du Code civil) ou le tribunal de commerce pourrait prononcer la dissolution pour infraction grave à la législation (article 203 de la LSC).

On observe donc un très grand libéralisme de la loi et de la doctrine luxembourgeoise. A notre opinion ce libéralisme est le résultat de la mentalité luxembourgeoise qui contrairement à l'esprit critique français ne cherche pas à poser des problèmes qui n'existent pas encore. Au Grand-Duché règne une approche plus pragmatique qui consiste à dire qu'aussi longtemps qu'une interprétation légale satisfait tous les intérêts en cause et ne soulève pas de contestation, il n'y a pas lieu d'y remédier alors même qu'il y a de sérieuses objections. Le droit est avant tout conçu comme un instrument au service des échanges économiques²⁴⁰.

²³⁶ Mais le praticien nous répondra qu'il est nuisible de sanctionner le risque d'abus en amont au lieu de se contenter de la sanction d'un possible abus en aval. Voir notre conclusion pour une prolongation de ce raisonnement.

²³⁷ Voir supra 1ère partie, II, A, 2.

²³⁸ En ce sens Steichen, *ouvr. préc.*, n° 786 et Delvaux, *préc.*, p. 270.

²³⁹ Il convient de remarquer qu'une majorité du moins de ces actionnaires a accepté à un moment donné la création de parts.

²⁴⁰ Voir notre conclusion générale pour un développement de cette idée.

- Droit d'être représenté au conseil d'administration : sous les mêmes réserves qu'on a vu pour les actions de préférence, il semble que rien ne s'oppose à l'attribution d'un tel droit aux parts bénéficiaires et le malaise que nous éprouvons par rapport à ce titre ne fait que s'en accroître.

En droit français une des caractéristiques des porteurs de part était qu'ils n'avaient pas le droit s'immiscer dans la vie sociale, sauf en vue de sauvegarder leurs droits. En droit luxembourgeois il est tout à fait possible pour des porteurs de parts d'intervenir dans la vie sociale au même titre que les actionnaires à condition que les statuts le prévoient. Mais que se passe-t-il si les statuts ne prévoient pas de droits politiques au profit des porteurs de parts. Comment peuvent-ils défendre leurs intérêts ? En effet il convient de noter que les intérêts des actionnaires et des porteurs de part sont fréquemment opposés. Tel est notamment le cas si les porteurs de part n'ont pas de droit dans la répartition de l'actif social, mais seulement un droit à une part des montants distribués en cours de la vie sociale. Les actionnaires peuvent alors être tentés de mettre systématiquement des bénéfices en réserve et de ne rien distribuer de sorte que les porteurs de part resteront les mains vides. De même il se peut que les actionnaires décident la dissolution anticipée de la société ce qui revient à supprimer le droit des porteurs de parts. Quelle action appartient aux porteurs de part ? Comme l'a montré la doctrine française²⁴¹ confirmée par la jurisprudence²⁴² il y a deux moyens à disposition des porteurs de part : d'une part ils peuvent faire annuler la délibération de l'assemblée des actionnaires à condition de montrer soit que les règles de forme (convocation, quorum, etc.) n'ont pas été respectées, soit que les actionnaires ont pris une décision en fraude des droits des porteurs²⁴³. D'autre part les porteurs de part, sans pouvoir remettre en cause la délibération de l'assemblée générale, peuvent toujours demander des dommages et intérêts aux actionnaires majoritaires s'ils prouvent que ceux-ci ont agi arbitrairement et sans motif légitime²⁴⁴ commettant ainsi une faute qui leur a causé un préjudice. Nous pensons que ces solutions

²⁴¹ J. Copper-Royer, ouvr. préc., p. 163.

²⁴² Voir notamment Paris, 18 juillet 1901, *Journal des Sociétés*, 1902, p. 152, note E. Lecouturier et Lyon, 14 mai 1901, *Journal des Sociétés*, 1902, 29, note de E. Lecouturier.

²⁴³ La base légale de cette action est alors l'action paulienne de l'article 1167 du Code civil et l'adage « *fraus omnia corrumpit* ».

²⁴⁴ Sans qu'ils commettent une fraude.

peuvent être transposées sans problème en droit luxembourgeois²⁴⁵ de sorte que les porteurs de parts ne sont pas totalement désarmés si les statuts ne leur reconnaissent pas des droits politiques. Remarquons finalement que faute de stipulation statutaire en ce sens il n'existe pas de masse des porteurs de parts se réunissant en une assemblée spéciale comme c'était le cas dans le régime légal français²⁴⁶. Voyons maintenant quel est le régime des parts bénéficiaires.

(B) Régime des parts bénéficiaires

Nous allons parler tout d'abord de la négociabilité des parts (1), puis de la possibilité de les convertir (2) et finalement de leurs modalités de suppression (3).

1) *Négociabilité*

En principe les parts bénéficiaires sont librement cessibles dans les mêmes formes que les actions selon qu'ils sont au porteur ou sous forme nominative (choix offert par l'article 37, alinéa 5, de la LSC). Mais vu la liberté statutaire qui règne en la matière rien n'interdit à notre opinion de limiter la négociabilité des parts. Ainsi on pourrait prévoir une clause d'inaliénabilité qui devrait cependant être limitée dans le temps, car prévoir une inaliénabilité perpétuelle revient à stipuler qu'un bien est hors commerce ce qui serait contraire à l'ordre public²⁴⁷. A noter que contrairement à l'ancien droit français²⁴⁸, il n'y a aucune limite légale à la négociabilité des parts bénéficiaires peu de temps après leur création.

2) *Conversion*

Une première question qui se pose est celle de savoir si la conversion des parts bénéficiaires en actions n'est possible que si les statuts le prévoient ? On a dit ci-dessus

²⁴⁵ En ce sens Delvaux, ouvr. préc., p. 270.

²⁴⁶ Loi du 23 janvier 1929 (article 1).

²⁴⁷ En ce sens Delvaux, préc., p. 272.

²⁴⁸ Loi du 31 mars 1927 qui interdit la négociation pendant les deux premières années suivant leur création

que les parts bénéficiaires ne jouissent que des droits qui sont prévus par les statuts. Il est donc certain que la conversion à la demande des porteurs n'est possible que si les statuts le prévoient, mais à notre opinion rien n'interdit à l'assemblée générale extraordinaire d'imposer une telle conversion²⁴⁹. De même que le porteur de parts ne saurait s'opposer, sauf exception²⁵⁰, à la dissolution de la société, il ne pourra a fortiori pas s'opposer à la conversion des parts, sous réserve d'une action pour des dommages et intérêts si cette conversion a été abusive ou en nullité de la décision en cas de fraude. Une disposition statutaire ne nous semble donc pas indispensable²⁵¹, même s'il est préférable de prévoir d'avance les modalités de conversion.

Cette conversion ne pose pas de grandes difficultés quand il s'agit de parts attribués en contrepartie d'un apport en numéraire ou d'un apport en nature. Il suffit alors de transformer comptablement la dette de la société en du capital social et d'émettre en contrepartie des actions. Cette conversion entraînant une augmentation du capital social il convient de suivre les formes imposées pour une telle opération ce qui signifie que l'assemblée générale extraordinaire est compétente, sauf si le conseil d'administration agit dans la limite du capital autorisé²⁵². A noter que les anciens actionnaires ne bénéficient pas d'un droit préférentiel de souscription dans cette hypothèse car ce droit ne joue que pour des « *actions à souscrire en numéraire* » (article 32-3, (1) de la LSC). Or ici il n'y a pas d'apport en numéraire, mais seulement incorporation de réserves ou de créances selon la formule comptable choisie²⁵³.

Pourrait-on prévoir une conversion d'actions en parts bénéficiaires ? Outre la question de l'intérêt et des modalités d'une telle conversion, il faut remarquer que cela correspondrait à une exclusion des actionnaires de la société²⁵⁴ qui nécessite leur consentement.

²⁴⁹ Ce qui peut selon les modalités exactes être un avantage ou un désavantage pour le porteur de parts.

²⁵⁰ Voir supra : fraude et problème de forme.

²⁵¹ Contra A. Steichen, ouvr. préc. n° 787.

²⁵² Voir 1ère partie, II, A et article 32 de la LSC.

²⁵³ En ce sens A. Steichen, ouvr. préc., n° 866 et 407.

²⁵⁴ En effet ils ne seront plus actionnaires contrairement à ce qui se passe lors de la conversion d'une catégorie d'action en une autre.

3) *Suppression des parts bénéficiaires*

Il existe deux moyens pour provoquer la suppression des parts bénéficiaires. Un premier moyen radical consiste à dissoudre la société en question. Comme nous avons vu ci-dessus la décision de dissolution relève du pouvoir souverain de l'assemblée générale et les porteurs de part ne peuvent en principe pas s'y opposer. Cependant si cette décision a été prise abusivement et leur a causé un préjudice ils pourront intenter une action judiciaire pour demander des dommages et intérêts et la nullité peut être demandée en cas de fraude.

Un deuxième moyen plus élégant consiste à racheter les parts de fondateur. Une première question qui se pose est celle de savoir si ce rachat est possible en dehors d'une stipulation statutaire en ce sens ? Nous pensons que le même raisonnement qu'en matière de dissolution et de conversion s'applique²⁵⁵ et qu'une disposition statutaire n'est pas indispensable. Contrairement aux actionnaires qui ont un droit à rester dans la société et à ne pas être exclus, la loi n'accorde pas une telle prérogative aux porteurs de part et l'assemblée générale extraordinaire est donc souveraine pour décider un rachat, sous réserve d'une éventuelle action en dommages et intérêts si cette décision est abusive ou d'une action en nullité de la délibération en cas de fraude.

Ensuite il faudra s'interroger sur les modalités du rachat et notamment les sommes qui peuvent y être affectées. Ce rachat ne peut se faire qu'à hauteur des réserves disponibles et non pas grâce au montant du capital social, car les parts ne représentent pas la contrepartie de ce capital et il y aurait donc « *une réduction irrégulière et clandestine du capital social, gage des créanciers* »²⁵⁶. Une clause statutaire en ce sens serait privée de tout effet et s'il y avait un rachat en utilisant ces sommes il y aurait même un risque de condamnation des dirigeants pour distribution irrégulière (article 167 de la LSC). Le rachat doit être financé à travers les bénéfices distribuables. Il est possible de prévoir à cette fin dans les statuts une réserve spéciale qui serait dotée chaque année. Même en

²⁵⁵ cf. supra 1) et 2).

²⁵⁶ Thaller et Pic, t. III, n° 1.721 ; Lecouturier, *Traité des parts fondateurs*, 2^{ème} éd., 1914, n° 72 ; aussi en ce sens Cass., 20 juin 1917, *Journal des Sociétés*, 1918, p. 305.

l'absence de disposition statutaire la doctrine majoritaire²⁵⁷ considère que l'assemblée générale extraordinaire peut lors de la répartition des bénéfices constituer une telle réserve spéciale destinée au rachat des parts bénéficiaires ou tout simplement décider le rachat grâce au bénéfice distribuable. Evidemment cette décision se fait toujours sous la réserve de l'abus, entraînant des dommages et intérêts, et de la fraude, entraînant la nullité de la décision.

Au vu des développements précédents il apparaît clairement que le maître mot en matière de parts bénéficiaires est la liberté. Faute de dispositions légales précises les parties peuvent aménager les parts bénéficiaires et bénéficient d'une plus grande liberté qu'en matière d'actions, notamment pour le droit de vote. Mais il ne faut pas oublier que cette liberté est à double tranchant : elle peut permettre d'attribuer un titre très favorable à un bénéficiaire, mais d'un autre côté le porteur de parts bénéficiaires n'a, hors le cas d'abus ou de fraude, droit à aucune protection légale. Faute de dispositions statutaires protectrices sa situation dépend donc du bon vouloir des actionnaires. Les parts bénéficiaires sont un instrument très souple et très prisé par la pratique, mais il ne faut pas oublier que des dangers accompagnent cette souplesse.

²⁵⁷ Houpin et Bosvieux, t. I, n° 541 ; J. Rault, *ouvr. préc.*, p. 106 ; mais voir Cour cass., 8 décembre 1902, *Journal des Sociétés*, 1903, p. 295, note E. Lecouturier qui annule la constitution d'une réserve spéciale en vue du rachat car elle n'était pas dans l'intérêt commun des actionnaires (il est étonnant que la cour permette l'annulation de la délibération sans qualifier expressément la fraude).

CONCLUSION

Quelle conclusion tirer au terme de cette analyse que nous espérons avoir présentée d'une manière intéressante ? Deux constats s'imposent à notre sens : Premièrement la loi luxembourgeoise ne brille pas par sa lisibilité. La matière est régie par quelques textes dispersés et le rôle de la liberté contractuelle est très important de sorte qu'il y a un véritable décalage entre le texte de la loi et la pratique. Par ailleurs on remarque une certaine incohérence entre d'une part une réglementation assez précise concernant l'action à dividende prioritaire sans droit de vote et l'absence totale de règles spécifiques pour les autres types d'actions de préférence. Deuxièmement il n'y a pas de demande de la pratique pour une intervention législative. Les textes légaux actuels ou plutôt l'absence de règles restrictives permettent aux praticiens de créer tous les instruments dont ils ont besoin. La liberté contractuelle permet d'adapter librement les droit pécuniaires attachés aux actions, les modalités de rachat et de conversion peuvent être prévues dans les statuts et si on veut aménager la structure du pouvoir il suffit de recourir aux ADPSDV ou encore mieux aux parts bénéficiaires. Pour contourner le principe une action – une voix il suffit alors d'attribuer à certains investisseurs de vraies actions, à d'autres des titres dépourvus de droit de vote de sorte que de facto on crée des actions à vote plural et que l'égalité entre investisseurs est rompue. Ceci n'est certainement pas dans l'esprit de la LSC, mais comme on l'a montré de tels aménagements sont parfaitement licites.

Les principales raisons qui ont poussé le législateur français à la réforme n'existent pas au Luxembourg : le rachat est possible à travers les actions rachetables et il existe des instruments efficaces pour séparer le pouvoir et le capital. Du point de vue pratique il n'y a donc pas de nécessité d'une intervention. Mais nous pensons qu'au nom de la lisibilité de la loi et de la sécurité juridique une intervention ponctuelle serait souhaitable. En effet le législateur ne doit pas être dépassé par la pratique, son rôle c'est de poser des principes et de laisser ensuite à la pratique et à la jurisprudence le soin de délimiter ces principes. Par ailleurs il serait à notre sens préférable de réunir, à l'instar de la réforme opérée en France, sous une seule notion les concepts actuels. Tout d'abord il

serait souhaitable de reconnaître une base légale à la pratique des actions de préférence sur base de la liberté contractuelle. La loi reconnaît déjà implicitement l'existence de catégories d'actions différentes, donc il n'y a qu'un pas à franchir pour le consacrer expressément et formuler une version moderne du principe d'égalité de traitement des actionnaires. Ensuite le régime des ADPSDV, même s'il est plus adapté que son ancien pendant français, est à notre sens trop restrictif. Il faut permettre la création d'actions sans droit de vote plus librement : d'une part c'est dans la responsabilité de l'actionnaire potentiel s'il accepte les conditions qui lui sont offertes ou pas, d'autre part il est de toute manière possible de contourner le régime des ADPSDV en utilisant les parts bénéficiaires. Finalement dans un régime plus souple des actions, avec la possibilité d'aménager librement tous les droits y compris le droit de vote, il n'y aurait plus vraiment de nécessité pour des parts bénéficiaires. Supprimer les parts bénéficiaires augmenterait ainsi la cohérence et la lisibilité de la loi et mettrait fin à des conflits potentiels entre porteurs de part et actionnaires. Par ailleurs l'existence d'une notion unique, l'action, permettrait de garantir, même en l'absence de dispositions statutaires, un minimum de protection pour tous les investisseurs, notamment le droit à l'information et la nécessité de faire approuver certaines décisions par des assemblées spéciales²⁵⁸. Au vu de ces développements nous suggérons de supprimer les règles relatives aux ADPSDV et aux parts bénéficiaires et d'ajouter des alinéas 2, 3 et 4 à l'article 37 de la LSC aux termes desquels :

« Sans préjudice du principe d'égalité des actionnaires, il peut être créé des actions de préférence qui bénéficient de droits ou qui supportent des obligations supplémentaires de toute nature par rapport aux actions ordinaires.

Ces droits et obligations de toute nature doivent être fixées dans les statuts et respecter les principes généraux édictés par la présente loi.

Par dérogation à l'article 67, (3), il est cependant possible de créer des actions sans droit de vote ».

²⁵⁸ On pourrait objecter que la multiplication des assemblées spéciales complique l'organisation de la vie sociale. Mais il suffit alors de prévoir dans les statuts que certains droits attachés à des actions sont conditionnels et ne nécessitent pas l'organisation d'une assemblée spéciale. L'art du rédacteur de statuts permet de contourner la plupart des difficultés.

Faut-il aller plus loin et prévoir des règles plus précises pour éviter des abus ? Ne faut-il pas notamment prévoir une contrepartie adéquate au profit de celui qui est privé de son droit de vote ? Nous ne le pensons pas. Notre seul souci consiste à rendre le texte légal plus cohérent et plus en phase avec la pratique. Il convient donc de reconnaître le principe des actions de préférence et de permettre des dérogations au principe une action – une voix. Evidemment cette approche très libérale peut donner lieu à des abus, mais à notre sens il vaut mieux lutter contre les abus a posteriori au lieu de mettre en place une véritable présomption d’abus comme le fait régulièrement la jurisprudence et le législateur français. Tel était déjà l’esprit des rédacteurs de la LSC comme en témoigne un extrait de l’avis de Conseil d’Etat sur le projet Corbiau : « *Qu’on supprime l’abus ou la fraude partout où l’on peut les atteindre, rien de plus juste. Mais qu’on évite l’écueil d’édicter des restrictions qui ne gêneraient que médiocrement les brasseurs d’affaires, mais pourraient devenir, pour les entreprises honnêtes, une entrave intolérable.* »²⁵⁹ Il faut faire confiance à la pratique et le cas échéant la partie lésée pourra saisir les tribunaux ; en cas d’abus réguliers dans le même domaine une intervention législative pourra toujours intervenir, mais elle devra être limitée au strict minimum car « *l’activité économique s’accommode mal d’une réglementation trop stricte* ». ²⁶⁰

Quels enseignements peut-on tirer de cette analyse en vue de l’appréciation de l’ordonnance du 24 juin 2004 ? De prime abord on est tenté comme on l’a fait à plusieurs reprises au cours des développements précédents de minimiser son apport. En effet beaucoup de solutions du droit nouveau étaient les mêmes sous le droit ancien, notamment en ce qui concerne la nature des avantages accordés à certains actionnaires et la conversion des actions. Mais l’ordonnance a un double mérite : d’une part elle facilite le paysage juridique en créant une notion unique l’action de préférence et en donnant une base textuelle expresse à certaines pratiques (action-reflet, ratchet), d’autre part elle consacre d’indéniables avancées : elle facilite le rachat, même si des doutes persistent sur la validité du rachat à l’initiative du porteur, elle permet un aménagement souple du droit de vote et par la reconnaissance des actions de groupe elle ouvre la porte à un véritable

²⁵⁹ Avis du Conseil d’Etat du 11 juin 1909 sur le projet Corbiau, Doc. parl. de la LSC.

²⁶⁰ Avis du Conseil d’Etat, préc.

droit des groupes. Par rapport au droit ancien français il y a donc un net progrès et par rapport au droit luxembourgeois, le droit français a le mérite de la cohérence et de l'audace. Mais cette cohérence au niveau des notions ne s'accompagne pas forcément de la clarté au niveau du régime, notamment en ce qui concerne les modalités exactes du rachat et de la conversion. Dans ce domaine le droit luxembourgeois qui laisse à la liberté contractuelle le soin de régler ces questions offre probablement un environnement plus attractif pour le praticien. Cependant il ne faut pas oublier que le droit français dispose avec la SAS d'un instrument supplémentaire qui offre une très grande liberté et notamment la possibilité de mettre en place des actions à vote plural²⁶¹.

Finalement on constate que les actions de préférence en droit luxembourgeois regroupent des réalités très différentes. A travers des textes dispersés et l'importance accordée à la liberté contractuelle les praticiens réussissent à se créer les instruments dont ils ont besoin. Cette souplesse et ce pragmatisme sont caractéristiques du droit luxembourgeois qui est un droit de la pratique et qui ne se préoccupe guère de conceptualiser des idées. A notre opinion il serait souhaitable que le législateur n'oublie pas les origines napoléoniennes du droit luxembourgeois et qu'il intervienne, même en dehors d'un besoin pressant de la pratique, pour rendre sa cohérence à la loi et lui redonner sa place en tant que norme suprême du droit. D'un autre côté le risque d'une intervention ratée du législateur est peut-être supérieur au bénéfice d'une loi plus lisible et plus cohérente.

²⁶¹ Dans le Conseil de gouvernement du 4 mai 2007 le gouvernement luxembourgeois a décidé d'élaborer un projet de loi pour la mise en place d'une SAS en droit luxembourgeois.

BIBLIOGRAPHIE

Textes :

Loi du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales publiée au Mémorial A n° 090 du 30 octobre 1915 et consultable sur www.legilux.lu dans sa version actuelle suite aux différentes lois modificatives

Loi du 24 avril 1983 publiée au Mémorial A n° 049 du 28 août 1985 et consultable sur www.legilux.lu

Loi du 8 août 1985 publiée au Mémorial A n° 049 du 28 août 1985 et consultable sur www.legilux.lu

Documents parlementaires n° 2980 relatifs à la loi du 8 août 1985

Rapport au Président de la République sur l'ordonnance portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale (JO du 26 juin 2004)

Code de commerce français

Code civil français et luxembourgeois

Ouvrages :

A. Nyssens , *Avant-projet de loi sur les sociétés commerciales rédigé à la demande du Gouvernement du Luxembourg*, Travaux préparatoires et documents parlementaires, 1882-1915

J. Corbiau , *Des sociétés commerciales, Avant-projet de loi élaboré pour le Grand-Duché de Luxembourg*, Victor Bück, 1906

J. Rault, « *Traité des parts de fondateur* », *LGDJ*, 1930

G. Ripert et R. Roblot, *Traité élémentaire de droit commercial*, t. 1 : Commerçants, sociétés, valeurs mobilières, *LGDJ*, 1963, 5^{ème} édition

I. Corbisier sous la direction d'A. Prüm, *Droit des sociétés, Tableau comparatif des droits luxembourgeois, belge et français*, Bruxelles, 2000

G. Ripert et R. Roblot sous la direction de Michel Germain, *Traité de droit commercial*, t.1 volume 2 : *Les sociétés commerciales*, *LGDJ*, 2002, 18^{ème} édition

Y. Guyon, *Les Sociétés – Aménagements statutaires et conventions entre associés* in *Traité des contrats* sous la direction de J. Ghestin, *LGDJ*, 2002, 5^{ème} éd.

J. Delvaux, *La société anonyme*, polycopié distribué dans le cadre des cours préparatoires au barreau luxembourgeois, 2005

A. Charvériat, A. Couret, B. Mercadel, *Mémento pratique Francis Lefebvre Sociétés commerciales*, Editions Francis Lefebvre, 2006

A. Steichen, *Précis de droit des sociétés*, éditions St. Paul, 2006, 1^{ère} édition

Publications universitaires :

J. Copper-Royer, *Le régime des parts fondateurs*, th. Paris, 1931

A. Schwing, *La nature juridique et le régime fiscal des parts de fondateur*, th. Strasbourg, 1957

Nancy Marchand : L'expérience américaine, Compte-rendu du colloque du Magistère juriste d'affaires du 24 juin 2004 relatif à l'ordonnance du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales, Université Paris II - Assas, Magistère de Juriste d'Affaires, juin 2004

Agnès Baudry, *Les actions de préférence*, sous la direction de Michel Germain, Magistère de Juriste d'Affaires de Paris II – Assas, mai 2005

Articles et Etudes :

Association luxembourgeoise des juristes de banque

G. Harles et P. Beissel, « La société – nature juridique et perspectives luxembourgeoises », t. 4, p. 1008

Banque

F.-D. Poitrinal, « Les limites des droits non financiers attachés aux actions de priorité », février 1998, n° 589, p. 50

Bulletin Cercle François Laurent

M. Harles et D. Spielmann , « L'ordre public dans la vie des affaires », 1999 IV, p. 45

Bulletin Joly Sociétés

R. Routier, « Les clauses de ratchet en droit des sociétés », 2002, p. 859

H. Le Nabasque, « Les actions de préférence de groupe », 2006, p.1297

Cahier droit de l'entreprise

P. Didier, « Egalité des actionnaires: Mythe ou réalité », 1994/95, p. 20

California Law Review

Richard M. Buxbaum : « Preferred Stocks – Law and draftmanship », p. 243

Capital finance

Olivier Edwards, « Les actions convertibles : nous l'avons rêvé », Capital finance, n° 716, 28, juin 2004

Comité juridique de l'ANSA

Conversion d'actions de préférence : questions diverses, n° 04-078

Actions de préférence : le droit particulier peut-il consister en l'exonération de tout ou partie des pertes?, n° 04-079

Actions de préférence : exercice de droits particuliers dans une société contrôlée ou contrôlant, n° 04-080

Rachat des actions de préférence, n° 05-001

Attribution d'un droit de veto aux porteurs d'actions de préférence, n° 05-002

Conférence St. Yves

N. Schaeffer, « Les minorités dans les sociétés de capitaux luxembourgeoises », 1980, p. 14

N. Schaeffer, « Commentaires sur les modifications apportées par loi du 24 avril 1983 », 1984-85, n° 58-64

P. Mousel, « Lois impératives, supplétives ou d'ordre public: Essai de classification », in Livre jubilaire de la Conférence St. Yves, Luxembourg, 1986, n° 15

Contribution luxembourgeoise pour le bicentenaire du code civil, Portalis, 2004

J.-F. Carpentier et O. Wuidar, « Analyse conceptuelle de l'*affectio societatis* en droit luxembourgeois », p. 343

F. Fayot et K. Panichi, « Article 1855 du Code civil: prohibition des clauses léonines », p. 369

Dialogues avec Michel Jeantin, Dalloz, 1999

C.Champaud, « Catégories d'actions ou sortes d'actionnaires », p. 161

J.-J. Daigre, « Actions privilégiées, catégories d'actions et avantages particuliers », p. 213

Droit des Sociétés, Actes pratiques

Ferry, Cannard et Cretté, « Les actions de priorité », novembre 1993, p. 7

F. Monod, « Droits financiers attachés aux actions privilégiées », mars 1995, chron. 3

F. Monod, « Droits non financiers attachés aux actions privilégiées », juin 1996, chron. 9

H. Le Nabasque et alii, « Les actions de préférence », mai-juin 2006, p. 11

Jurisclasseur périodique, édition Entreprise (JCP, La semaine juridique)

A. Viandier, « Les actions de préférence (Ord. N 2004-604 du 24 juin 2004, art. 31) », n° 1440, p. 1529

Guengant, Davodet, Engel, Vendeuil, « Actions de préférence – Questions de praticiens (1ère partie) », 2005, 1045

Guengant, Davodet, Engel, Vendeuil, « Actions de préférence - Questions de praticiens (2^{ème} partie) », 2005, 1086

Journal des notaires

Delmotte, « L'action à dividende prioritaire sans droit de vote », Journal des notaires, 1978, 1533

Journal des Sociétés Civiles et Commerciales

C. Houpin, « Des actions de priorité », 1899, p. 97

A. Wahl, « Observations sur la loi du 9 juillet 1902 », 1902, p. 97 et 1903, p. 5 et 49

Millerand, « Proposition de loi sur les actions de priorité », 1899, p. 541

Chastenet, « Rapport de la chambre des députés sur la loi du loi du 9 juillet 1902 », 1902, p. 135

Théodore Girard, « Rapport du sénat sur loi du 9 juillet 1902 », 1902, p. 379

C. Houpin, « Commentaire de la loi du 16 novembre 1903 », 1904, p. 177

C. Houpin, « De l'usage des actions de priorité », 1905, p. 244

Jurisclasseur Sociétés Traité

A. Bougnoux, « Assemblées spéciales », Fasc. 143, n° 10 à 19

Mélanges Boyer

M. Jeantin , « Droit des obligations et droit des sociétés, Paris, 1996, p. 16

Rapports

R. Barbier de la Serre sur mission de la COB, *L'introduction en France d'actions traçantes*, 2000, www.amf-france.org

« Les actions de préférence : propositions du MEDEF pour une modernisation du droit des valeurs mobilières », mai 2001, www.medef.fr

Recueil Dalloz

M. Jeantin, « Observations sur la notion de catégories d'actions », 1995, p. 88

Repères, bulletin économique et financier BIL

C. Duro et M. Goebel, « Quelques aspects de l'abus de majorité en droit luxembourgeois des sociétés », II/1996 n° 40 et s.

Revue de droit bancaire et financier

M. Germain, « La création et la disparition des actions de préférence », n° 5, septembre-octobre 2005, p. 368

Revue de jurisprudence de droit des affaires

A. Viandier, « Les actions reflet », 1/01, p. 3

Revue des Sociétés

C. Jauffret-Spinost, « L'action à dividende prioritaire sans droit de vote », 1979, 25

J. Mestre, « L'égalité en droit des sociétés (Aspects de droit privé) », 1989, 399

H. Le Nabasque, « Réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions : les augmentations de capital réalisées avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires », 2004, p. 491

M. Germain, « Réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions: Les actions de préférence », 2004, p. 597

Revue trimestrielle de droit commercial

J.-P. Bertrel , « Essai d'une théorie du juste milieu en droit des sociétés », 1996, p.595