

Université Paris II-Panthéon-Assas

Les « Tracking Stocks »

Septembre 2000

Antoine Tézenas du Montcel
atezenas@club-internet.fr
Mémoire de 3^{ème} année
Magistère de Juriste d'Affaires
DESS – DJCE

L'Université n'entend donner aucune approbation, ni improbation aux opinions émises dans ce mémoire. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

Table des Matières

Table des Matières	3
Introduction	5
I. Nature juridique des actions « reflets »	9
A. Originalité et intérêt d'une société « trackers »	9
1. Distinction entre une société « classique » et une société « trackers »	9
a. Les catégories d'actions	10
b. Les dividendes, droits de vote et droits liquidatifs	11
c. Un organe de direction unique	13
2. Intérêt d'une société « tracking stocks »	14
a. Intérêt économique	14
L'utilisation de « tracking stocks » pour faciliter des opérations de restructuration externe	14
L'utilisation de « tracking stocks » permet d'espérer une meilleure valorisation des actifs de la société pour les actionnaires	17
b. Intérêt stratégique	19
Comparaison avec une scission	19
Les « trackers » comme moyen de protection contre certains prédateurs ...	20
Les « trackers » comme outil de flexibilité dans la gestion de la société	21
c. Intérêt fiscal	22
B. Analyse juridique du mécanisme des « tracking stocks »	23
1. Qualification juridique des « actions traçantes »	23
a. Caractéristiques essentielles des « tracking stocks »	24
Caractère spéculatif des « tracking stocks »	24
Des actions adossées aux performances de certains actifs de la société	24
b. La redécouverte des actions de priorité	26
Les textes	26
Une grande variété de privilèges envisageables	27
Les besoins couverts traditionnellement par les actions de priorité	28
Une extension du champ d'application des actions de priorité	29
2. Limites posées par le droit français des sociétés	30
a. Le principe d'égalité des associés	30
b. Le principe de proportionnalité droit de vote / capital détenu	33
c. La prohibition des clauses léonines et des clauses d'intérêt fixe	34
Les clauses léonines	34
Les clauses d'intérêt fixe	35
II. Régime juridique des actions « reflets »	37
A. Création et disparition de l'action reflet	37
1. Emission d'actions reflets	37
a. Conditions de création des actions reflets	37
Conditions relatives à la forme de la société	38
Existence de certains titres susceptibles de gêner la création d'actions reflets	39
La question de la procédure de vérification des avantages particuliers	40
b. Modalité de création de l'action reflet	41

Création des actions reflètes au moment de la constitution de la société.....	41
Création des actions reflètes au cours de la vie sociale	42
c. Admission à la négociation sur un marché réglementé	44
2. La disparition des actions reflètes	46
a. La suppression du privilège financier attaché à l'action.....	46
b. Le rachat des actions reflètes par la société émettrice	47
Le principe de validité de rachat des actions reflètes	47
Les modalités du rachat des actions reflètes.....	47
B. Les droits des porteurs d'actions reflètes sujets à des incertitudes.....	49
1. Les droits des porteurs d'actions reflètes	49
a. Les droits pécuniaires	49
Un dividende indexé sur l'activité concernée par l'opération.....	49
L'interdiction de la distribution de dividendes fictifs	50
b. Les droits extra-pécuniaires.....	51
Les prérogatives traditionnelles dont dispose chaque actionnaire.....	51
Les droits propres aux actions reflètes.....	52
2. Des risques de conflits entre actionnaires de différentes catégories	54
a. La notion d'intérêt financier divergent	55
Rapport entre les différentes catégories d'actions d'une société « classique »	55
Rapport entre les différentes catégories d'actions d'une société « reflet »...	56
b. La contractualisation des conflits	58
Mise en place de procédés contractuels.....	58
La révélation de conflits potentiels entre catégories d'actions reflètes.....	60
Conclusion.....	61

Introduction

L'explosion des cours de bourse des activités liées à l'Internet ou à certains segments de la haute technologie, malgré les caprices tant du Nasdaq aux Etats-Unis que du Nouveau Marché en France, conduit les investisseurs à se focaliser principalement sur ces marchés fort instables. Mouvement irrésistible ou simple effet d'aubaine, les entreprises aux activités traditionnelles apparaissent comme les grandes laissées pour compte de la « nouvelle économie ». La création de valeur sur les places financières ne serait plus réservée qu'aux entreprises évoluant dans le monde des « nouvelles technologies ». Or, la création de valeur apparaît comme une donnée fondamentale pour les actionnaires. Cela se traduit par deux évolutions en apparence contraire : d'un côté des rapprochements et, de l'autre la nécessité d'externaliser toute valeur possible. Aux Etats-Unis, certains dirigeants de sociétés de la « vieille économie » font montre d'ingéniosité pour bénéficier eux aussi de l'engouement pour les « nouvelles technologies » et ainsi doper le prix de leurs actions. En quête d'une cure de jouvence, certains pensent avoir trouvé le chemin qui mène vers la fontaine d'éternelle jeunesse.

Ce rajeunissement passerait par la création d'un nouveau type d'actions appelées le plus souvent « tracking stocks » et plus rarement « targeted shares », « designer stocks », « alphabet stocks » ou « lettered stocks »¹. Il s'agit d'une classe particulière d'actions émises pour refléter ou retracer les performances d'une catégorie d'actifs non-filiales². Les actifs tracés restent détenus par la société

¹ Les termes d'*alphabet* et *lettered stock* ont été employés la première fois lorsque General Motors Corporation a émis deux nouvelles catégories d'actions nommées respectivement « GM class E common stock » (représentant les actifs de son ancienne filiale Electronic Data System) et « GM class H common stock » (représentant les actifs de sa filiale actuelle Hughes Aircraft).

Le terme de « targeted stock » a été utilisé par la banque d'affaires Lehman Brothers en 1991 pour désigner les nouvelles actions émises par Pittsburgh-based USX Corporation.

émettrice et les droits des porteurs de « tracking stocks » sont indexés sur les performances des actifs considérés ainsi que sur les plus-values en cas de cession. Ces « tracking stocks » pourraient être traduites sous le terme d'actions « traçantes »³, d'actions « alphabétiques », d'actions « ciblantes », d'actions « sectorielles »⁴ ou d'actions « reflets »⁵. Actuellement, seules des sociétés américaines ont eu recours à cette technique d'ingénierie financière. La première société à avoir utilisé la technique des « tracking stocks » fut General Motors Corporation en 1984⁶. Depuis le début des années 1990 des sociétés importantes telles que US West Inc.⁷, USX Corp.⁸, Tele-communications Inc.⁹ ont émis des « tracking stocks ». D'autres en revanche, comme Kmart¹⁰ et RJR Nabisco¹¹, ont tenté d'émettre des « trackers » mais ont échoué. Une seule société de droit néo-zélandais, Fletcher Challenge Limited¹² a émis aux Etats-Unis des « tracking stocks ». La société anonyme Alcatel envisage de créer en France des « tracking stocks ».

² Les « tracking stocks » *stricto sensu* reflètent une des activités d'une société et non d'une filiale d'une société mère. Par conséquent, l'étude des actions reflets n'abordera pas le problème du mécanisme de « dividend access ». Le principe du « dividend access » étant de permettre à un actionnaire détenant des actions de la société A et de la société B, la société A contrôlant la société B, de recevoir tout ou partie des dividendes auxquels il a droit dans la société A, de la société B, à condition qu'il renonce à percevoir les dividendes de la société A. Pour plus de précisions voir C. Ferry, R. Cannard, M. Cretté, *Les actions de priorité : Droit des sociétés*, Actes Pratiques, 1993.

³ Alain Viandier et Laurent Ménière, *Les actions « traçantes » en passe de franchir l'Atlantique*, Les Echos, Droit Financier, 16 mars 2000.

⁴ C. Piéron, *L'actionnariat sectoriel et le droit français*, MTF n. 58, mars 1994, p. 51 et suivantes – *Les actions sectorielles arrivent sur le marché français*, MTF n. 59, avril 1994, p. 42 et suivantes.

⁵ Voir la société ALCATEL, *Communiqué de presse du 27 juillet 2000*, <http://www.alcatel.fr> .

⁶ Voir GENERAL MOTORS CORP. PROXY STATEMENT/PROSPECTUS (21 mars 1984). La GM désirait acquérir Electronic Data Systems (EDS) détenue par Ross Perot. Ce dernier exigea en échange de la vente de la majorité de ses actions EDS non pas des actions GM classiques mais des « trackers » traçant les actifs de EDS dans le groupe GM.

⁷ Voir US WEST INC. PROXY STATEMENT/PROSPECTUS (5 septembre 1995).

⁸ Voir USX CORP. PROXY STATEMENT/PROSPECTUS (10 avril 1991).

⁹ Voir TELE-COMMUNICATIONS INC. PROXY STATEMENT/PROSPECTUS (29 juin 1995).

¹⁰ Voir KMART CORP. PROXY STATEMENT AND 1993 ANNUAL REPORT (28 avril 1994).

¹¹ Voir RJR NABISCO HOLDINGS CORP'S PROXY STATEMENT (4 juin 1993).

Plusieurs importantes sociétés américaines ont encore récemment montré un intérêt tout particulier pour les « trackers ». En effet, Sprint, AT&T¹³ et Quantum¹⁴ ont virtuellement opéré la scission de leurs activités « nouvelles technologies » - par le biais des « tracking stocks » - du reste de leurs autres activités. De même, DuPont, un des leaders dans le domaine de la chimie aux Etats-Unis, se lance dans l'aventure des « tracking stocks » en émettant des « trackers » pour ses activités pharmaceutiques.

Si l'attrait pour les « trackers » semble évident – notamment par la création de valeur en isolant financièrement les résultats liés à une classe d'actifs qui demeurent la propriété de la société émettrice – la mise en place d'une telle technique d'ingénierie financière ne va pas sans poser un certain nombre de problèmes.

De manière générale, la création de « trackers » est un facteur de complexité. Tout d'abord, l'émission de telles actions bouleverse l'économie générale de la société. La création d'une catégorie de « trackers » revient en fait à en créer deux. En effet, si les « trackers » émises tracent une des activités de la société, les actions ordinaires initiales traceront les activités restantes devenant *de facto* elles aussi des actions reflets. Il convient alors de revoir les droits économiques des actions ordinaires initiales lors de la création d'actions traçantes. Ensuite, la scission financière à périmètre constant¹⁵ opérée par l'émission de « trackers » implique l'établissement d'une compatibilité complexe qui devra permettre de refléter le périmètre des actifs tracés et simplifier la lisibilité des différentes structures de la société. Enfin, les risques de conflits, comme par exemple l'affectation du produit de l'émission lorsque la société recourt à une introduction en Bourse, entre les différentes catégories d'actionnaires qui ont des intérêts divergents dans la société en raison des différentes activités tracées, sous-tendent la mise en place de procédés contractuels destinés à prévenir et à traiter de tels conflits.

¹² Voir FLETCHER CHALLENGE LTD., SOLICITATION STATEMENT AND PROSPECTUS (21 octobre 1993).

¹³ Voir AT&T PROXY STATEMENT/PROSPECTUS (8 janvier 1999).

¹⁴ Voir QUANTUM PROXY STATEMENT/PROSPECTUS (10 juin 1999).

Au delà de ces problèmes qui se posent *ab initio* à toute société qui désire utiliser la technique des « tracking stocks », il s'agit de savoir plus particulièrement si les « trackers » sont compatibles avec le droit français. *A priori*, aucun obstacle de fond ne s'oppose radicalement à ce que des sociétés recourent à la technique des « tracking stocks », cependant il convient de s'interroger sur la nature juridique des « trackers ». Doit-on procéder par « américanorphisme » pour qualifier juridiquement les « trackers », en calquant le droit français sur le droit du Delaware¹⁶, au risque d'aboutir à un régime juridique *sui generis* avec toutes les incertitudes que cela implique ? N'est-il pas préférable au contraire d'analyser le mécanisme des « tracking stocks » sous un angle purement téléologique et voir si le droit français n'offre pas déjà un cadre juridique suffisant qui permettrait d'arriver aux mêmes effets que les « trackers » américains ? La deuxième branche de l'alternative semble plus sûre et plus réaliste. L'utilisation des actions de priorité que prévoit le droit français des sociétés pourrait être l'outil juridique adéquat pour introduire les « trackers » en France. Cependant il conviendra de préciser le régime juridique original de ces actions de priorité au regard des problèmes propres posés par les « tracking stocks » pour dégager un régime d'« actions reflètes de priorité ».

Dans un premier temps, on s'interrogera sur la nature juridique des « tracking stocks » (I), pour dans un deuxième temps s'attarder à définir le régime juridique de ces derniers (II).

¹⁵ Alain Viandier et Laurent Ménière, *Les actions « traçantes » en passe de franchir l'Atlantique*, Les Echos, Droit Financier, 16 mars 2000. La création de « trackers » conduirait à une « scission financière à périmètre constant ».

¹⁶ Il est fait référence au droit de l'état du Delaware, non que les « trackers » soient interdites dans les autres Etats des Etats-Unis, mais que les plus importantes sociétés « tracking stocks » sont basées dans cet Etat. Cette concentration de sociétés « tracking stocks » s'explique largement par l'extrême souplesse et flexibilité du droit des sociétés de cet Etat, notamment quant à la prévention de conflits entre actionnaires par l'établissement de mécanismes contractuels.

I. Nature juridique des actions « reflets »

Une première démarche consistera à identifier les éléments qui permettent de distinguer une société « classique »¹⁷ d'une société « trackers ». La création de « trackers » n'a pas, par exemple, les effets d'une scission ou d'une filialisation d'entreprise. Un autre préalable nécessaire est de relever les avantages qu'offre une société « trackers » par rapport à une société composée d'actions ordinaires. L'originalité et l'intérêt d'une telle structure mis en évidence, il sera plus aisé de qualifier juridiquement une action « traçante » ou « reflet ». Cette qualification devra être opérée dans les limites posées par le droit français des sociétés.

A. Originalité et intérêt d'une société « trackers »

1. Distinction entre une société « classique » et une société « trackers »

Une société « tracking stocks » diffère en de nombreux points d'une société « classique ». Les développements ultérieurs s'inspireront d'exemples issus de la pratique américaine, seuls les Etats-Unis ayant pour le moment accueilli cette technique.

¹⁷ Le terme société « classique » sera employé pour désigner une société qui ne recourt pas au mécanisme des « trackers ». Lorsque ce terme sera employé dans des développements relatifs au droit français, il fera référence à la société anonyme de type traditionnel exclusivement.

a. Les catégories d'actions

L'étude des catégories d'actions émises par une société « classique » et par une société « trackers » est le critère le plus significatif pour distinguer ces deux types de structures. La structure d'une société « classique » - même lorsqu'elle a des activités diversifiées¹⁸ - est la plupart du temps composée d'une seule catégorie d'actions. Les porteurs de cette unique catégorie d'actions, qui sont donc des actions ordinaires, possèdent collectivement le capital de la société. Ces actions ordinaires reflètent les performances de la société dans son ensemble sans tenir compte des performances d'une filiale ou d'une activité de la société en particulier.

Au contraire, une société « trackers » a émis au minimum deux catégories d'actions séparées et distinctes¹⁹. Les porteurs de ces catégories d'actions possèdent, dans cet ensemble, le capital de la société « trackers ». Mais, contrairement à une société « classique », chaque catégorie d'actions d'une société « trackers » trace ou cible les performances financières de segments d'activités de la société²⁰. Aux Etats-Unis, cette « traçabilité » est réalisée par l'insertion de dispositions spécifiques dans les statuts de la société qui définissent les droits propres attachés à chaque catégorie de « tracking stocks ». De manière complémentaire, les organes de direction adoptent certaines règles de management et de comptabilité favorisant les « tracking stocks ».

¹⁸ Le terme « diversifié » dans ce contexte signifie que la société a au moins deux activités indépendantes l'une de l'autre car se positionnant sur des marchés différents. Par exemple, la société est propriétaire d'un quotidien de presse écrite mais détient aussi une entreprise d'armement.

¹⁹ A titre d'exemple la société Genzyme a quatre catégories d'actions distinctes qui tracent chacune une activité de la société. On peut distinguer Genzyme General (cote GENZ sur le Nasdaq) qui suit la fabrication de médicaments contre les maladies génétiques, Genzyme Molecular Oncology (Nasdaq : GZMO) qui assure la fabrication de médicaments pour lutter contre le cancer, Genzyme Surgical Products (Nasdaq : GZSP) pour la fabrication de matériel de biochirurgie, enfin Genzyme Tissue Repair (Nasdaq : GZTR) assurant la fabrication de produits biologiques pour réparer les tissus blessés.

²⁰ Aux Etats-Unis, la Securities and Exchange Commission (SEC) exige que les sociétés qui recourent aux « trackers » utilisent le terme « group » pour identifier les segments d'activités de la société sur lesquels seront indexés une catégorie particulière de « trackers ». Par exemple en 1991 la société américaine USX Corp. s'est séparée fictivement en un « Steel Group » et en un « Marathon Group ».

Le but recherché lors de la mise en œuvre d'un montage avec des « tracking stocks » est de créer une fiction dans l'esprit des investisseurs. Cette fiction consiste à assimiler une catégorie d'actions - qui trace une des activités d'une société – à des actions ordinaires d'une société ayant une existence juridique propre et indépendante, dont l'activité unique est la même que celle tracée dans la première société. Les sociétés « tracking stocks » renforcent cette fiction en publiant et en distribuant à leur communauté d'actionnaires divers audits financiers sur chaque activité de la société. Les sociétés « tracking stocks » espèrent ainsi que les actions de chaque catégorie se négocieront sur les marchés financiers directement en fonction des résultats de l'activité suivie et indirectement sur les performances de la société dans son ensemble.

L'utilisation des « tracking stocks » n'a pas pour effet d'aboutir à la création d'une personne morale nouvelle. Si un tel montage est réalisé, quel que soit le nombre d'activités isolées, un actionnaire d'une des catégories d'actions de la société ou un tiers n'aura qu'un seul et même interlocuteur en la personne de l'organe de direction de la société. Par conséquent, l'introduction de « tracking stocks » dans une société diffère donc de la scission d'une activité *stricto sensu*. Les « trackers » permettent ainsi une filialisation virtuelle d'une des activités d'une société. Cependant, si l'on ne peut parler de scission juridique, on peut en revanche parler de scission financière à périmètre constant selon la terminologie employée par le Professeur Viandier²¹. En effet, les actifs de l'activité en cause sont strictement identifiables, ils ont été isolés comptablement faute de l'être juridiquement. Il n'est donc pas impropre de parler de scission financière.

b. Les dividendes, droits de vote et droits liquidatifs

Aux Etats-Unis, les porteurs d'actions d'une société « classique » ont ordinairement un droit de vote attaché à chaque action qui leur permet de voter lorsqu'ils sont autorisés à le faire. Ce droit est en général précisé dans les statuts de la société ou à défaut par le droit des sociétés de l'Etat où est établie cette dernière²². Les

²¹ Voir *supra* note 15.

dividendes des actions ordinaires sont versés à la discrétion de l'organe de direction dans la limite des sommes légalement distribuables par la société en fonction du droit de l'Etat²³. En cas de redressement judiciaire ou de liquidation judiciaire de la société, les porteurs d'actions ordinaires ont un droit général sur l'actif de la société une fois que les créanciers et les actionnaires préférentiels ont reçu ce qui leur était dû²⁴.

Les droits de vote ainsi que les droits liquidatifs d'une société « trackers » aux Etats-Unis diffèrent de manière significative de ceux d'une société « classique ». Pour les droits de vote, les porteurs d'actions des différentes catégories « tracking stocks » de la même société ont souvent un nombre inégal de droits de vote par action²⁵. Une telle organisation semble improbable en droit français. Habituellement, le nombre de droits de vote attachés aux actions des différentes catégories d'actions est ajusté de manière périodique en fonction de la capitalisation boursière des différentes catégories d'actions « tracking stocks »²⁶. De manière similaire, les droits liquidatifs des différentes catégories de « tracking stocks » sont établis en fonction de leur capitalisation boursière au jour de la liquidation²⁷. Un des points les plus importants est que le porteur d'une catégorie d'actions « tracking stocks » ne dispose pas seulement d'un droit général sur les actifs de l'activité que son titre trace²⁸. En effet,

²² Voir Code du Delaware titre 8, paragraphes 151 (g), 212, 215 (a)-(b).

²³ Voir Code du Delaware titre 8, paragraphes 141 (a), 170 (a).

²⁴ Voir Code du Delaware titre 8, paragraphes 280, 281.

²⁵ Le droit des sociétés de l'Etat limite généralement l'exercice de ce droit de vote à un certain nombre de questions spécifiques. De plus la détention d'un certain nombre d'actions peut être nécessaire pour participer au vote. Voir Code du Delaware titre 8, paragraphes 102 (a)(4), 102 (b)(4), 151(a), 212 (a).

Cependant le principe reste que le nombre de droits de vote attachés aux actions « tracking stocks » ne doit pas être variable. Voir *Providence & Worcester Co. v. Baker*, 378 A.2d 121 (Del. 1977).

²⁶ Par exemple, une société qui a deux groupes de « trackers », le groupe A et le groupe B. Par hypothèse, dans le groupe A, une action A donne un droit de vote. Le nombre de droits de vote attachés aux actions du groupe B variera en fonction de la valeur des actions A et de la valeur des actions de B. On déterminera le nombre de droits de vote pour une action B de la manière suivante : valeur d'une action B / valeur d'une action A x 1.

²⁷ Cependant, toutes les sociétés « tracking stocks » ne prévoient pas forcément des droits uniquement « variables », par exemple la société US West a prévu des droits liquidatifs fixes pour ses actions « tracking stocks ». Voir US WEST INC. PROXY STATEMENT/PROSPECTUS (5 septembre 1995).

²⁸ Voir GENZYME PROXY STATEMENT (10 novembre 1994).

ce dernier – en fonction de ses droits liquidatifs déterminés au jour de la liquidation – dispose d'un droit général sur l'actif de la société dans son ensemble dès lors que les créanciers et les actionnaires préférentiels ont reçu ce qui leur était dû.

Comme dans une société « classique », les dividendes dans une société « trackers » sont payés à la discrétion de l'organe de direction dans la limite des sommes légalement distribuables. Cependant, dans une société « tracking stocks », les statuts peuvent limiter conventionnellement le montant des dividendes à un certain plafond²⁹.

c. Un organe de direction unique

Une société « classique » est dirigée par un conseil d'administration unique et son président. Ils prennent les principales décisions au nom de la société. De la même manière une société « trackers » a aussi un conseil d'administration unique. En dernier ressort, le conseil d'administration tant d'une société « trackers » que d'une société « classique » est responsable envers les propriétaires du capital de la société à savoir les actionnaires.

Une société « tracking stocks » a, à tout moment au moins, deux groupes d'actionnaires avec des intérêts économiques divergents. Ces intérêts sont liés aux performances des différentes activités de la société. En conséquence, le conseil d'administration d'une société « tracking stocks » doit prendre en compte les aspirations des multiples catégories d'actionnaires qui ont des intérêts financiers concurrents. En d'autres termes, le conseil est dépendant d'au moins deux et peut-être plusieurs autres pôles de pressions, cela dépend du nombre de catégories de « trackers » que la société a émis. Le conseil doit donc faire face à des arbitrages économiques complexes.

²⁹ La société Tele-Communications Incorporation a déterminé, en application du droit du Delaware, les dividendes des porteurs d'actions A et B du « TCI Group Common Stock » à un plafond qui ne devait pas excéder le « TCI Group Available Amount ». Ce plafond correspond en substance au montant qui aurait légalement été distribué au « TCI Group Common Stock » sous l'empire du droit du Delaware si le « TCI Group » avait été autonome juridiquement. Voir TELE-COMMUNICATIONS INC. PROXY STATEMENT/PROSPECTUS (29 juin 1995).

2. Intérêt d'une société « tracking stocks »

Les sociétés mettent en place des « tracking stocks » en raison des divers avantages que cette technique présente. Le premier intérêt des « trackers » est purement économique notamment par la création de valeur. Les « trackers » présentent aussi un intérêt stratégique comme moyen de défense anti-OPA ou comme facteur de flexibilité au sein de la société. En dernier lieu, les sociétés américaines avaient un avantage fiscal à utiliser des « tracking stocks ».

a. Intérêt économique

L'utilisation de « tracking stocks » pour faciliter des opérations de restructuration externe

Lors d'une opération d'acquisition d'une société par une autre, il est légitime que les actionnaires de la société convoitée aient des craintes quant à la vente de leurs actions. Cette crainte réside dans le fait que le prix fixé pour l'acquisition de la société ne reflète pas la valeur réelle de la société. En effet, les actionnaires sont réticents à faire « cadeau » à leur acquéreur d'une société ayant un fort potentiel dans certaines activités au prétexte que la société – toutes activités confondues - est globalement moins bien évaluée. Une société qui cherche à acquérir une autre société souhaite habituellement prendre le contrôle de la totalité des actions de cette dernière afin d'éviter le lot de problèmes qui pourrait survenir si des actionnaires minoritaires venaient à se maintenir.

Un des moyens de lever la crainte des actionnaires de la société cible est de leur proposer en échange des actions de la société acheteuse. Les actionnaires vendeurs qui reçoivent ces actions continuent à bénéficier indirectement de l'expansion de la société cible car ces dernières seront appréciées en tenant compte des résultats des filiales du groupe. Cela augmente la probabilité que la société acheteuse puisse

obtenir la totalité des actions de la société cible. Cette solution a l'avantage de concilier les parties à l'opération en dissipant d'une part les craintes des actionnaires de la cible, et d'autre part, en permettant à la société acheteuse d'arriver à ses fins en acquérant la cible.

Ce montage n'est cependant envisageable que lorsque la société acheteuse n'est pas une nébuleuse de taille disproportionnée par rapport à la société cible. En effet, quand la société acheteuse est un conglomérat avec des métiers très diversifiés, les résultats de la société achetée risquent d'être totalement dilués dans ce conglomérat. En cette hypothèse, les actionnaires de la société cible savent alors pertinemment que la valeur des actions de la société acheteuse ne sera affectée que très marginalement par les résultats de la société achetée. Dès lors, les craintes des actionnaires de la cible de ne plus voir leur société valorisée correctement ne seront pas apaisées.

Pour faire face à cette éventuelle situation de blocage, une solution pour la société acheteuse serait de créer une catégorie d'actions « tracking stocks » qui tracerait exclusivement les performances économiques de la société cible³⁰. Dans ce cas les actionnaires cédants pourraient continuer à participer aux succès – ou échecs – futurs de la société achetée de manière plus directe que s'ils avaient obtenu des actions de la société acheteuse. Parallèlement la société acheteuse atteindra son objectif en obtenant la totalité du capital de la société cible³¹.

³⁰ Il faudra prévoir simultanément lors de l'acquisition des actions de la cible que les actions de la société acheteuse « tracent » toutes les activités de la société acheteuse à l'exception de l'activité nouvellement acquise.

³¹ La plupart des sociétés « tracking stocks » recourent aux « trackers » car ce mécanisme leur offre une plus grande facilité pour des opérations de restructuration externe et notamment les acquisitions. D'ailleurs, des prospectus d'émission de « trackers » le mentionnent expressément. Voir TELE-COMMUNICATIONS INC. PROXY STATEMENT/PROSPECTUS (29 juin 1995) p.49, ou US WEST INC. PROXY STATEMENT/PROSPECTUS (5 septembre 1995) p.40. Cependant, il convient de tempérer l'avantage que permettent les « trackers » dans des hypothèses de croissance externe. En effet, tout dépend finalement de l'attitude que va adopter l'actionnaire de la société cible. Or, il est des situations où bien qu'on lui propose des « tracking stocks », sa réponse est négative. Cette réponse négative de l'actionnaire peut s'expliquer par trois raisons. Premièrement, la grande majorité des actionnaires de la société cible n'ont absolument aucune idée de ce que peut être un « tracking stock ». Par conséquent, avant de se lancer dans un montage avec des « trackers », il peut être utile aux dirigeants de la société acheteuse de mettre l'accent sur l'aspect pédagogique en expliquant aux actionnaires de la cible le concept de « trackers ». En deuxième lieu, dans la mesure où les actionnaires n'auront plus de droits de vote directs dans la société achetée ils ne seront plus en mesure d'élire les administrateurs du conseil après la

Certains exemples aux Etats-Unis – notamment General Motors Corp. (ci-après GM) et Genzyme Corp. (ci-après Genzyme) illustrent bien l'utilisation des « trackers » lors d'opérations de restructuration. En 1984, GM avait acheté la totalité des actions de la société Electronic Data Systems Corporation (ci-après EDS). Une partie du prix payé par GM aux actionnaires d'EDS, dont le plus célèbre était Ross Perot, consistait en la création d'une nouvelle catégorie d'actions : la « GM class E common stock »³². La catégorie d'actions « GM-E » avait été créée pour suivre les performances d'EDS une fois cette dernière acquise par GM. *Eo ipso*, les actions ordinaires de GM allaient suivre les performances de GM sur ses activités antérieures à l'acquisition d'EDS.

La société américaine Genzyme a utilisé les « tracking stocks » pour mener à bien l'acquisition de la société Biosurface Technology, Inc. (ci-après Biosurface) en 1994. Lors de l'opération, les actionnaires de Genzyme approuvèrent la création d'une nouvelle catégorie d'actions appelée « Tissue Repair Division Common Stock » (ci après GZTR) tout en renommant simultanément les actions existantes de Genzyme en une catégorie appelée « General Division Common stock » (ci-après GENZ). La catégorie GZTR avait été créée pour suivre les activités de la « Tissue Repair Division » alors que la catégorie GENZ traçait les autres activités de la société Genzyme³³. L'activité de la catégorie GZTR combinait à la fois des programmes et des brevets sur la réparation des tissus propres à Genzyme mais aussi à Biosurface. A la clôture de l'opération d'acquisition, 50% de l'émission d'actions de la catégorie GZTR avait fait l'objet d'un échange d'actions avec les actions Biosurface.

Les sociétés qui mettent en place des « tracking stocks » dans une optique uniquement de restructuration externe sont confrontées à un obstacle supplémentaire par rapport aux sociétés qui recourent à ces montages uniquement pour dégager de la valeur. Celui-ci réside dans la conduite des négociations avec les

vente sauf clause statutaire contraire. Dès lors, ils perdent tout contrôle sur la société cible, laquelle n'est plus considérée que comme une activité « tracée » de la société acheteuse. Enfin, des problèmes se sont posés aux Etats-Unis sur un plan comptable et fiscal lors de l'utilisation de « trackers » dans des opérations de restructuration.

³² Plus précisément, une option était offerte aux actionnaires d'EDS : soit recevoir \$44 en échange d'une action EDS, soit recevoir seulement \$35,20 mais aussi 2/10 d'une action « GM-E » en échange d'une action EDS.

³³ La société Genzyme a émis depuis 1994 deux nouvelles catégories de « tracking stocks ». Voir *supra* note 19.

dirigeants de la société cible. En effet, cette négociation ne porte pas uniquement sur le nombre d'actions « tracking stocks » qui seront reçues par les actionnaires de la société cible, mais aussi sur diverses règles d'organisation et de direction à prendre du fait de l'existence de « trackers ». De plus, il est fréquent que les dirigeants de la société cible négocient toutes sortes de mesures destinées à préserver l'intégrité et la cohérence de l'activité à laquelle sont rattachées les « tracking stocks »³⁴.

*L'utilisation de « tracking stocks » permet d'espérer une meilleure valorisation des actifs de la société pour les actionnaires*³⁵

Actuellement, les « tracking stocks » sont utilisés principalement comme outil pour externaliser de la valeur. En effet, certaines sociétés conglomérats aux métiers très diversifiés partent du principe que les places financières ne valorisent pas de manière optimale leurs actions au regard de leurs différentes activités. Certains métiers de ces sociétés évoluent dans des secteurs très dynamiques à très forte croissance. Cependant, la valeur des actions de ces sociétés « conglomérat » ne reflète pas la valeur des actions d'autres sociétés qui interviennent exclusivement sur des marchés

³⁴ Dans le cadre de l'acquisition de Biosurface par Genzyme un certain nombre de mesures avaient été négociées par les dirigeants de Biosurface pour limiter le champ de manoeuvre des dirigeants de Genzyme dans l'activité « Tissue Repair Division », notamment :

« 1. The number of "TR Designed Shares" was fixed and cannot be increased unless at least one of several circumstances occurs, including possibility a class vote of the holders of TR Stock. "TR Designed Shares" are shares of TR Stock that Genzyme could issue without allocating any of the proceeds to the Tissue Repair Division.
2. Significant restrictions were placed on the board's ability to transfer assets – especially 'key' assets – from the Tissue Repair Division to Genzyme's General Division. Such restrictions cannot be modified or repealed by the board without a class vote of the holders of TR Stock.
3. Genzyme was prohibited from making *de facto* redemption of TR Stock through open market purchases without paying the requisite 30% exchange premium to holders of TR Stock. (This 30% exchange premium is one of the highest exchange premiums found in any tracking stock corporate charter)
4. Genzyme was prohibited from developing products outside the Tissue Repair Division that compete or would compete in the market with products being developed or sold by the Tissue Repair Division.
5. Holders of TR Stock were given the power to veto a merger or business combination of Genzyme if, as a result thereof, the holders of all classes of Genzyme common stock (a) no longer owned, directly or indirectly, at least 50% of the voting power of the surviving corporation and (b) did not receive the same form of consideration, distributed among such holders in proportion to the Market Capitalization (as defined) of each class of Genzyme common stock as of the date of the first public announcement of such merger or business combination. »

³⁵ Le problème de savoir si les « trackers » créent réellement de la valeur ne sera abordé que succinctement à la fin de cette étude. On se bornera ici à constater que des dirigeants de sociétés américaines invoquent la création de valeur pour recourir aux « trackers ».

à très forte croissance. La valeur de leurs titres semble en effet « plombée » par leurs autres activités moins dynamiques.

Ces sociétés tentent par le biais des « trackers » de simplifier leurs structures peu lisibles pour les investisseurs. Cet engouement pour les « trackers » se comprend d'autant plus facilement pour les sociétés « conglomérat », qui bien qu'étant orientées principalement dans des domaines d'activités touchant à la « vieille économie » - industrie automobile et banque par exemple -, interviennent désormais aussi dans des activités liées à la « nouvelle économie » en particulier en développant leurs activités existantes sur Internet. Les activités de la « nouvelle économie » étant actuellement un marché dynamique, ces sociétés peuvent utiliser les « trackers » comme levier pour dégager de la valeur.

A titre d'exemple, ont eu recours à cette technique - notamment pour cette raison - la banque d'investissement Donaldson Lufkin & Jenrette pour ses services en ligne, AT&T³⁶ pour sa division télévision par câble, Quantum³⁷ pour sa division de production de disques durs.

Le recours « tracking stocks » dans cette optique semble être particulièrement judicieux pour une société qui a des métiers très diversifiés dans la mesure où cela permet de séparer simultanément une ou plusieurs activités dynamiques d'une ou plusieurs autres activités en déclin ou simplement stables³⁸. Ces sociétés aux métiers diversifiés estiment que les marchés financiers n'apprécient pas à leur juste valeur leurs différentes activités. En d'autres termes, les dirigeants de la société pensent que les différents investisseurs, lorsqu'ils déterminent la valeur des actions de cette société « classique », insistent trop dans les activités en déclin ou stables et pas assez dans les activités porteuses et dynamiques³⁹. La conséquence serait la sous-évaluation globale de la société sur les places financières.

³⁶ Voir AT&T PROXY STATEMENT/PROSPECTUS (8 janvier 1999).

³⁷ Voir QUANTUM PROXY STATEMENT/PROSPECTUS (10 juin 1999).

³⁸ Par exemple US West a séparé ses activités multimédia (dynamiques) de ses activités d'opérateur téléphonique.

³⁹ En termes financiers, les actions de la société « classique » sont négociées en tenant compte d'un price-earnings ratio (PER) plus proche d'un PER d'une société avec une activité unique en déclin - même s'il existe une activité dynamique - que d'un PER d'une société avec

Les « trackers » permettent donc de libérer de la valeur pour les actionnaires, en séparant les métiers en forte expansion des autres métiers, sans pour autant passer par la scission et la création d'une filiale nouvelle⁴⁰. Les dirigeants de sociétés « tracking stocks » espèrent ainsi que les marchés financiers évalueront les actions de chaque catégorie de « trackers » de la même manière que les actions ordinaires d'une société « classique ». Si ces actions sont négociées comme des actions ordinaires d'une société « classique » alors les dirigeants de ces sociétés pourront légitimement penser que la valorisation issue de la combinaison de plusieurs « tracking stocks » sera plus importante que celle issue de l'ancienne structure qui n'utilisait pas les « trackers »⁴¹.

b. Intérêt stratégique

Comparaison avec une scission

Traditionnellement, un moyen classique de valorisation pour une société ayant des activités diversifiées réside dans la scission de l'activité ayant un fort potentiel de croissance. Une scission ou filialisation entraîne la distribution d'actions de la nouvelle société filialisée au profit des actionnaires actuels de la société. En effet, la scission a pour conséquence de doter l'activité filialisée d'une personnalité morale lui conférant ainsi une autonomie juridique propre. Chaque actionnaire de la société à

une activité en forte croissance. Le PER se calcule de la manière suivante : le prix d'une action sur les bénéfices de la société pour une action. Une action avec un PER élevé indique que les marchés financiers considèrent les perspectives de croissance de cette action sous un jour plus favorable qu'une action avec un faible PER.

⁴⁰ Comme les activités de la société sont artificiellement séparées, les propositions de mise en place de « trackers » dans des sociétés américaines font souvent référence à un « internal spin-off ».

⁴¹ Toutes sortes de montages peuvent être mises en place dans cette perspective. Prenons l'hypothèse où deux sociétés conglomérats X et Y décident d'apporter chacune une de leur activité à fort potentiel à une filiale commune (Topco) pour augmenter leurs parts de marché dans ce secteur d'activité. Les « trackers » peuvent être un bon moyen pour rééquilibrer la répartition des actions dans Topco : sans « trackers » la société X, peut n'avoir que 30% dans Topco ; en revanche si elle émet des « trackers », l'évaluation de l'activité pourra être optimisée car mieux valorisée par les investisseurs, alors la participation de X dans Topco pourra s'élever à 50% et non plus à 30%.

l'issu de la scission se retrouvera porteur de deux types d'actions : l'un représentant les actions dans la société mère minoré de l'activité filialisée, l'autre représentant les actions de la société filialisée. Chaque type d'actions se négociera de manière autonome sur le marché et reflétera vraisemblablement la valorisation de la société à laquelle il est rattaché.

Une société utilisant des « trackers » place aussi dans les mains de ses actionnaires différentes catégories d'actions. Mais, et c'est bien là la différence fondamentale avec une scission, ces actions représentent des droits exclusivement sur la société mère et non des droits sur les différentes activités auxquelles elles sont indexées. L'utilisation de « trackers » n'entraîne pas la création d'une nouvelle société dotée de la personnalité morale. Ainsi, le fait de recourir aux « tracking stocks » est quelquefois assimilé à une scission interne ou virtuelle.

Les « trackers » comme moyen de protection contre certains prédateurs

De cette différence de nature avec les scissions, les « trackers » peuvent apparaître comme un moyen efficace de protection contre certains prédateurs notamment en cas de tentative de prise de contrôle inamicale.

La société qui décide de filialiser une de ses activités obéit souvent à des impératifs financiers. Par exemple dégager rapidement de la valeur pour financer d'autres opérations de restructuration interne ou externe. L'actionnaire majoritaire de la société ayant décidé de la filialisation se retrouve par hypothèse actionnaire majoritaire de la société filialisée. Ce dernier pourra obtenir rapidement du cash en se séparant en partie de sa participation au sein de la société filialisée. Il risque alors de perdre sa qualité d'actionnaire majoritaire dans la société filialisée ou de se voir imposer des administrateurs au sein du conseil d'administration de la société. Par conséquent, la contrepartie du cash obtenu se traduit nécessairement par une perte proportionnelle de pouvoir politique au sein de la filiale.

En revanche, cette perte de pouvoir politique n'est pas aussi nette lorsque la société recourt aux « tracking stocks ». Plusieurs conséquences découlent du fait de l'absence de création d'une nouvelle entité juridique dotée de la personnalité morale. Le fait qu'il n'y ait pas de nouvelle personne morale a pour effet de maintenir un

organe de direction unique – un seul conseil d'administration dans le cadre d'une société anonyme - ce qui limite l'influence du nouvel actionnaire qui devra tenir compte notamment des actionnaires porteurs d'actions de catégories autres que la sienne. En effet, un nouvel actionnaire porteur d'actions indexées sur une activité X de la société aura à gérer des rapports se situant à deux niveaux différents avec les autres actionnaires de la société, d'une part avec ceux porteurs d'actions de même catégorie que la sienne et d'autre part avec ceux porteurs d'actions de catégories différentes. Par conséquent, cette filialisation virtuelle avec la multitude de rapports qu'elle sous-tend entre différents actionnaires dilue en pratique le pouvoir d'un nouvel actionnaire. Dès lors, les « tracking stocks » peuvent sous cet angle apparaître comme un gage de protection contre l'intrusion d'éventuels prédateurs au sein de la société.

Les « trackers » comme outil de flexibilité dans la gestion de la société⁴²

D'une manière plus générale, une société « tracking stocks » présente de nombreux avantages en matière de flexibilité par rapport à une société « classique ». En demeurant une société conglomérat la société « tracking stocks » bénéficie potentiellement de l'absence de coûts relatifs aux flux financiers entre ses différentes activités. Cet avantage réside aussi dans la possibilité d'utiliser en principe tous les actifs de la société « tracking stocks » pour combler une dette de cette société. Au contraire, une société issue d'une scission devra garantir elle-même son financement et le coût de ce financement sera probablement à l'image de son nouveau statut de société plus petite, moins sûre et plus isolée.

La société « tracking stocks » peuvent permet une répartition plus aisée entre les différentes activités des frais généraux relatifs aux dépenses de personnel, au fonctionnement des services juridique et comptabilité. Ces frais n'ont pas à être facturés car il y a une seule et même personne morale. En revanche, si la société avait procédé à une filialisation, alors cette nouvelle société « classique » aurait normalement dû prévoir ses propres services de direction en matière comptable,

⁴² Il s'agit ici d'une comparaison entre une société « tracking stocks » et une société « classique » sans prendre en compte le régime d'intégration fiscale prévu par le droit fiscal français.

juridique et de gestion du personnel, ce qui peut être problématique pour une société de petite taille⁴³.

De même, il ne serait pas inimaginable de prévoir - dans le cadre d'un intéressement des employés aux résultats de la société - un plan de « tracking stock-options ». La société pourrait ainsi trouver un moyen très efficace de fidéliser ses cadres en leur offrant des « trackers » reflétant les résultats de l'activité dans laquelle ils évoluent. Ainsi, une société ayant une activité en forte croissance dans les composants électroniques pourrait émettre des « trackers » et intéresser ses ingénieurs pour les motiver et les inciter à innover dans ce domaine d'activité.

c. Intérêt fiscal

Il est aussi intéressant de mentionner qu'une des raisons qui a motivé certaines sociétés américaines à recourir au mécanisme des « tracking stocks » était liée à des considérations d'ordre fiscal. En effet, si la proposition de création de « tracking stocks » était bien conduite, alors elle pouvait être menée sans aucune imposition tant pour les actionnaires que pour la société elle-même⁴⁴. Il existait aussi une réglementation qui permettait de réaliser des scissions sans taxation par l'administration fiscale, mais ce régime était enserré dans des conditions strictes,

⁴³ Voir à titre d'exemple le site Internet de Genzyme Corporation (<http://www.genzyme.com>) qui explique les avantages que la société a tiré de l'utilisation de « tracking stocks ». Elle en distingue cinq principaux : chaque activité de Genzyme peut se développer sur un marché bien déterminé ; cette segmentation des activités augmente leur potentiel de croissance ; les « trackers » permettent un élargissement de la base des investisseurs et de la flexibilité au plan du financement ; un meilleur investissement des salariés dans la vie de la société par la mise en place de plan de « tracking stocks options » ; enfin les « trackers » permettent indirectement de faire des économies d'impôts en évitant une filialisation et de dégager du cash-flow plus facilement.

⁴⁴ En 1995, l'Internal Revenue Service (IRS) avait décidé que les « trackers » concernaient un domaine dans lequel il ne légiférerait pas (Rev. Proc. 95-3, 1995-1 C.B. 385). Toutes les sociétés ayant émises des « trackers » ont pris le parti de dire que ces derniers étaient des actions de la société émettrice et non des actions d'une filiale ce qui présentait des avantages fiscaux.

difficiles à respecter en pratique⁴⁵. Cependant, il semblerait que depuis 1999 l'IRS ait réglementé l'imposition des « tracking stocks » aux Etats-Unis, ce qui aurait pour conséquence d'enlever une partie de l'intérêt fiscal à émettre des « trackers »⁴⁶.

Ces avantages conséquents que procurent les « trackers », au plan économique et au plan stratégique du moins, semblent *a priori* aussi pertinents pour des sociétés régies par le droit français. Cependant, il convient d'analyser juridiquement les « tracking stocks » au regard du droit français des sociétés afin de leur donner une qualification adéquate.

B. Analyse juridique du mécanisme des « tracking stocks »

Entreprendre la qualification juridique des « trackers » implique comme préalable l'identification des caractéristiques essentielles des « tracking stocks » dans les limites posées par le droit français. Le cadre juridique qu'offrent les actions de priorité semble pouvoir intégrer les « tracking stocks ».

1. Qualification juridique des « actions traçantes »

Il est nécessaire dans un premier temps de limiter les questions que doit susciter l'importation des « trackers » en droit français. En effet, un problème important réside dans le fait de savoir si le mécanisme des « trackers » doit être transposé *ex abrupto* en droit français. Il peut-être tentant – par facilité – de plaquer les solutions offertes par le droit américain directement en droit français. Cependant, le droit américain des sociétés est différent à de nombreux égards du droit français des sociétés. Celui-là apparaissant bien souvent comme plus souple, plus flexible, plus

⁴⁵ Voir l'article 355 de l'IRS. Et plus généralement Jeffrey Bagner & Warren de Wied, *Spin-Off Transactions : Corporate Considerations*, dans *Acquisitions, Mergers, Spin-Offs, and other restructurings* n.523 sur les « myriades » de conditions à remplir pour l'article 355.

⁴⁶ Cette proposition était intitulée « Clinton's Tracking Stocks Proposal ».

libéral que celui-ci. Par conséquent, il semble dangereux de proposer une telle approche. Procéder par « américano-morphisme » risquerait de conduire à la définition d'un régime *sui generis* en contradiction avec les exigences imposées par le droit français.

a. Caractéristiques essentielles des « tracking stocks »

Il convient de discerner les éléments caractéristiques des « tracking stocks » qui en font un mécanisme original en comparaison avec d'autres techniques déjà existantes. L'intégration des « tracking stocks » en droit français devra nécessairement tenir compte de ces différents paramètres.

Caractère spéculatif des « tracking stocks »

En tout premier lieu, il est essentiel de rappeler les avantages que trouvent, d'une part la société émettrice, et d'autre part les investisseurs, dans une société « trackers ». La société émettrice souhaite avant tout dégager de la valeur en « mettant en lumière »⁴⁷ certaines de ses activités jusqu'alors restées dans l'ombre. De leur côté les investisseurs espèrent des réalisations rapides et importantes, ils ne comptent pas jouer un rôle politique au sein de la société. Il paraît donc important d'insister sur le caractère spéculatif, voire très spéculatif des « tracking stocks ». *De facto*, les « trackers » - dont les titres doivent être négociés dans un laps de temps très court et en grande quantité pour bénéficier d'une liquidité maximale - doivent pouvoir faire appel public à l'épargne. On déduira donc que la société qui décidera de l'émission de « trackers » devra satisfaire les conditions d'admission à la cote sur un marché réglementé.

Des actions adossées aux performances de certains actifs de la société

⁴⁷ Marc Cherki, *Alcatel place son optique en pleine lumière*, Le Figaro Economie, 28 juillet 2000.

Les « trackers » doivent permettre de refléter ou retracer les performances d'une catégorie donnée d'actifs de la société. La société doit donc sans filialiser ses actifs les isoler juridiquement. Le cloisonnement des actifs de la société pourrait passer par l'émission de différentes catégories d'actions, les dividendes de chaque catégorie d'actions étant indexés sur les résultats de l'activité suivie.

La définition du périmètre des actifs tracés implique la mise en place d'une comptabilité complexe. La société qui décide de la création de « trackers » devra en effet établir des règles de comptabilité stricte pour identifier très précisément si tel actif devra être rattaché à telle ou telle activité. Il faut établir un « bilan » et une comptabilité propre à la branche d'activité à laquelle ces actions sont spécialement intéressées, et ce parallèlement aux comptes et informations habituelles relatives à la société diversifiée et à son groupe.

L'émission de « trackers » devra passer également par la création d'un « bilan de départ » de la « branche de référence », auquel seront affectés une partie des éléments actifs et passifs de la société diversifiée.

Pour certains éléments, l'affectation s'imposera ou s'exclura d'elle-même. Pour le reste, elle se fera de manière à ce que le « bilan de départ » présente la même structure et les mêmes ratios et caractéristiques que ceux généralement constatés dans des sociétés indépendantes spécialisées dans le même secteur. L'objectif est en effet de « dupliquer » le bilan type d'une société spécialisée dudit secteur, de sorte que le comportement ultérieur du titre ait toutes les chances d'être similaire. Le poste « capital » du bilan correspondra au nominal des « trackers ».

Si le droit français des sociétés autorise les sociétés anonymes à émettre différentes catégories d'actions, en revanche la question de savoir si les dividendes des différentes catégories d'actions peuvent être calculés uniquement sur une activité déterminée et non sur les résultats de la société pris dans leur ensemble est plus délicate.

La seule solution qu'offre le droit français pour calculer un dividende qui sera déterminé principalement en fonction des résultats d'une activité de la société est à rechercher dans le mécanisme des actions de priorité. L'avantage à mettre en place

serait un avantage purement financier, il s'agirait d'avoir son dividende adossé aux résultats de telle ou telle activité.

Par conséquent, l'intégration des « tracking stocks » en droit français pourrait passer par le biais des actions de priorité.

b. La redécouverte des actions de priorité

En France, seule la société anonyme Alcatel semble prête à émettre des « actions reflètes »⁴⁸ pour la fin de l'année 2000 pour mieux valoriser sa division de composants optiques et lui permettre de faire des acquisitions par échange de titres. La prudence impose de rechercher un cadre juridique déjà existant en droit français pour acclimater les « trackers » au droit français. L'utilisation du cadre juridique des actions de priorité apparaît comme la solution la plus sûre.

Les textes

Des études historiques ont établi que l'existence de différentes catégories d'actions était une constante en droit des sociétés. Des distinctions ont été faites entre les actionnaires, en fonction de l'étendue ou de la nature de leur contribution⁴⁹. A l'origine aucune disposition spéciale n'était prévue en la matière par le Code de commerce, ainsi il n'existait pas de réglementation concernant la possibilité d'émettre des actions de priorité. Aussi, très rapidement la jurisprudence s'était montrée favorable à la création de tels titres, en vertu du principe de la liberté des conventions⁵⁰. Finalement, le législateur est intervenu par deux lois. Une loi du 9

⁴⁸ Voir la société ALCATEL, *Communiqué de presse du 27 juillet 2000*, <http://www.alcatel.fr> ; Vincent Collen, *Le groupe va valoriser en Bourse ses composants optiques*, Les Echos, 28 juillet 2000 ; Eric Chalmet et Jean-Philippe Lacour, *Une augmentation de capital d'un genre nouveau*, La Tribune, 28 juillet 2000.

⁴⁹ H. Lévy-Bruhl, *Histoire juridique des sociétés de commerce en France aux XVII^e et au XVIII^e siècles*, Domat-Monchrestien 1938, p.209 s. – A. Lefèvre-Teillard, *La société anonyme au XIX^e siècle*, PUF 1985, p. 166 s.

⁵⁰ Cass. Req., 20 décembre 1882 : D. 1883, I, p. 301 – CA Paris, 28 mai 1884 : D. 1886, 2, p. 177.

juillet 1902 fut promulguée, sa rédaction ayant été défectueuse, elle a été ensuite remplacée par une loi du 16 novembre 1903. Ce texte a modifié l'article 34 du Code de commerce. Plus précisément, il a autorisé toutes les sociétés par actions, par délibération de l'assemblée générale, à créer des actions de priorité jouissant de certains avantages sur les autres actions ou conférant des droits d'antériorité, soit sur les bénéfices, soit sur l'actif social, soit sur les deux, si les statuts n'interdisaient pas expressément les actions de cette nature.

Désormais seule la loi du 24 juillet 1966 relative aux sociétés commerciales prévoit expressément la possibilité de créer des actions donnant plus de droit que les autres. Ces actions constituent une catégorie d'actions que l'on nomme communément « actions de priorité » ou « actions privilégiées ».

Ce texte dispose : « *Lors de la constitution de la société ou au cours de son existence, il peut être créé des actions de priorité jouissant d'avantages par rapport à toutes autres actions, sous réserve des articles 174 à 177* ».

L'article 174 visé par l'article 269 pose le principe de la proportionnalité du droit de vote attaché aux actions à la quotité du capital qu'elles représentent. Les articles 175 à 177 concernent les aménagements légaux de ce principe : actions à droit de vote double et possibilité de limiter dans les statuts le nombre de voix dont chaque actionnaire dispose dans les assemblées.

Si on ajoute l'article 177-1 relatif aux actions et aux dividendes prioritaires sans droit de vote, ces textes donnent une première idée du droit français en matière d'actions de priorité.

*Une grande variété de privilèges envisageables*⁵¹

On distingue généralement deux grands types de privilèges, les avantages patrimoniaux et les avantages extra-patrimoniaux.

⁵¹ Pour une liste très détaillée des différents privilèges envisageables, voir François-Denis Poitral, *Actions de priorité : jusqu'où peut-on aller ?*, Banque et Droit, n. 57, janvier-février 1998 – C. Ferry, R. Cannard, M. Cretté, *Les actions de priorité : Droit des sociétés, Actes Pratiques*, 1993.

Les titulaires des premiers pourront se voir octroyer une priorité pour le paiement du dividende, un dividende plus élevé que celui revenant aux actions ordinaires. Il est possible de stipuler que les dividendes prioritaires seront cumulatifs, c'est-à-dire que faute d'être versés au cours d'une année, ils seront prélevés en premier sur le bénéfice distribuable de l'année suivante. Un avantage sur le boni de liquidation est aussi concevable, cumulé ou non, avec des dividendes prioritaires.

Pour les avantages extra-patrimoniaux, ces derniers consistent essentiellement en un droit privilégié à l'information qui peut se manifester par exemple par un poste d'administrateur au sein du conseil d'administration de la société.

Les besoins couverts traditionnellement par les actions de priorité

On constate que traditionnellement les sociétés françaises recourent aux actions de priorité dans des situations relativement précises, soit lors de la constitution de la société, soit lors de la vie sociale.

Lorsqu'elles sont émises à la constitution, elles peuvent provoquer la souscription d'actions en numéraire auxquelles l'on accorde la préférence par rapport aux actions résultant d'un apport en nature si ce dernier présente un aléa, par exemple un brevet d'invention. Inversement, les actions de priorité peuvent donner la préférence à l'apporteur en nature, par exemple en cas d'apport d'un fonds de grande valeur.

Emises au cours de la vie sociale, les actions de priorité peuvent permettre le renflouement d'une société en situation difficile : les nouveaux investisseurs n'acceptent de s'engager qu'en échange d'un traitement particulier. Un créancier peut être alors convaincu d'accepter le paiement de sa créance en actions. Dans le cadre d'opérations de capital-risque⁵² pour des PME n'ayant pas accès au marché boursier, les actions de priorité permettent la rémunération de l'investisseur avant sa sortie, ce dernier se rémunérant essentiellement sur la plus-value de sortie.

Au regard de ces divers exemples tirés de la pratique, on remarque que les domaines où sont utilisées les actions de priorité sont relativement limités. Les actions de priorité sont utilisées majoritairement par des PME, de petites entreprises familiales pour fidéliser les actionnaires ou attirer les investisseurs. Jusqu'à présent les grandes entreprises - à dimension nationale et internationale - ne trouvaient que peu d'avantages à émettre des actions de priorité. Avec les « tracking stocks » en revanche, un nouvel essor peut être donné aux actions de priorité.

Une extension du champ d'application des actions de priorité

On assiste à une redécouverte du mécanisme des actions de priorité au travers de la technique des « tracking stocks ». Dans la mesure où les actions de priorité font l'objet d'une réglementation discrète, elles offrent l'attrait de la souplesse et leur création laisse aux actionnaires un large champ de liberté pour déterminer les privilèges à attacher à cette catégorie d'actions. Tout d'abord, le privilège financier dont jouiront les porteurs d'actions traçantes est un privilège original dans la mesure où il est fonction des résultats d'une activité de la société. Les « trackers » offrent ainsi une nouvelle forme de privilège financier qui vient s'ajouter aux nombreux déjà existants.

Ensuite, par une analyse conjoncturelle des sociétés ayant utilisé les « tracking stocks » aux Etats-Unis, les titres de ces dernières étaient tous admis à la cote sur un marché réglementé. Cela s'explique en raison du caractère spéculatif des actions traçantes. Ainsi, les sociétés intéressées par les actions traçantes en France seront des sociétés faisant appel public à l'épargne dont les titres sont admis à la cote sur un marché réglementé. On déduit donc que les actions traçantes devront nécessairement être cotées sur des places financières. Les sociétés utilisant les actions traçantes auront donc au minimum deux lignes de cotation : une ligne pour les actions ordinaires et une ligne au moins pour les actions traçantes. Le champ d'application des actions de priorité se trouve *de facto* fortement étendu. En effet, les sociétés désormais susceptibles d'être intéressées par les actions de priorité ne seront plus uniquement des petites PME à la recherche de fonds et de financement,

⁵² F. Monod, *Capital développement – les pactes d'actionnaires : capital finance*, 1993, p. 29 s – J.J. Daigre, *Pactes d'actionnaires et capital-risque* : Bull. Joly 1993, p. 157 – F. Monod, *Les actions privilégiées : un levier pour l'actionnaire minoritaire* : Banque 1994, n. 549, p. 58.

ni des sociétés en difficulté. Des sociétés de dimension internationale, dont les titres sont cotés sur plusieurs places financières pourront désormais être intéressées par l'émission d'actions de priorité.

Toutefois, même à l'intérieur de ce vaste champ de liberté contractuelle ouvert par la loi pour déterminer la nature et l'étendue des privilèges qui seront consentis à une catégorie d'actions, il apparaît que le privilège financier accordé au porteur de ce type particulier d'actions de priorité se trouve limité et encadré par des principes généraux posés par la loi.

2. Limites posées par le droit français des sociétés

Le droit américain offre un grand nombre de schémas qui ne sont manifestement pas possibles en France. Tout d'abord, le principe de proportionnalité du droit de vote - dit principe « à capital égal – voix égales » - interdit de toucher au droit de vote, hormis des cas bien spécifiques pour lesquels une des conditions posées par la loi est que toutes les actions remplissant les critères légaux en bénéficient. Ensuite, l'interdiction des clauses léonines empêche de priver de dividendes un actionnaire. Enfin, la prohibition des clauses d'intérêt fixe fait obstacle à la stipulation d'une rémunération fixe au bénéfice du titulaire d'actions de priorité. La création de « tracking stocks » en France devra tenir compte de ces différentes limites imposées par le droit français des sociétés.

a. Le principe d'égalité des associés⁵³

Aucun texte ne formule, de façon générale, un principe d'égalité applicable aux sociétés. Mais, en revanche, un grand nombre de dispositions légales et

⁵³ Voir pour plus de précisions :

P. Bissara, P. Didier et P. Misserey, *L'égalité des actionnaires : mythe ou réalité ?* : Cahiers du droit de l'entreprise n. 5, 1994, p.18 et suivants.

jurisprudentielles s'inspire incontestablement de cette notion. Ce principe d'égalité entre les associés est ainsi un des principes fondamentaux de notre droit des sociétés qui s'impose au législateur comme au juge judiciaire. Cependant, ce principe ne s'oppose pas, selon une formule du Conseil constitutionnel, qui est également celle du juge administratif, à ce que le droit règle de façon différente des situations différentes. A cet égard le Professeur Mestre a précisé que « l'égalité ne doit pas être conçue *in abstracto*, elle doit au contraire s'apprécier *in concreto*, au regard de la situation particulière de chacun ». C'est d'après lui à « cette idée que se rattache un certain nombre de solutions actuelles de notre droit des sociétés qui, de prime abord, pourraient se heurter au principe d'égalité mais qui, en réalité, sont de fausses inégalités »⁵⁴. Ainsi par exemple les actions à droit de vote double, que la loi permet aux statuts ou à l'assemblée générale extraordinaire de prévoir au profit des actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis au moins deux ans, au nom d'un même actionnaire. L'objectif poursuivi est, en effet, à travers elles, de récompenser les actionnaires fidèles par rapport aux spéculateurs qui cherchent des réalisations rapides. Et la meilleure preuve que l'égalité n'est pas indifférente au législateur est que l'article 175 de la loi du 24 juillet 1966 précise bien que toutes les actions qui remplissent les conditions légales doivent être traitées, à cette occasion de la même manière.

Monsieur Cordonnier souligne que le principe d'égalité traduit imparfaitement la situation juridique qu'il tend à définir ; il serait plus exact d'après cet auteur de dire « égalité entre actions », autrement dit « égalité entre propriétaire d'actions quant aux droits que leur confère et aux obligations que leur impose chacune de leurs actions »⁵⁵.

Ainsi, on ne saurait confondre l'inégalité entre les actions et l'inégalité entre les actionnaires. Les commissaires aux comptes doivent aux termes de l'article 228, alinéa 4 de la loi du 24 juillet 1966, s'assurer que l'égalité a été respectée entre les actionnaires⁵⁶. Par ailleurs, en cas de rupture d'égalité entre actionnaires

C. Ferry, R. Cannard, M. Cretté, *Les actions de priorité* : Dr. Sociétés, Actes Pratiques, 1993, n. 11, p.3.

⁵⁴ Professeur Jacques Mestre, *L'égalité en droit des sociétés (aspects de droit privé)* : Rev. Sociétés 1989, p.299 et s.

⁵⁵ P. Cordonnier, *De l'égalité entre actionnaires*, n. 24.

majoritaires et minoritaires, ces derniers peuvent agir sur le terrain de l'abus de majorité. La loi prévoit aussi des cas où une stricte égalité entre actionnaires doit être respectée : la réduction de capital « *en aucun cas ne porte atteinte à l'égalité des actionnaires* »⁵⁷.

L'article 209 admet, quant à lui, une discrimination entre différentes catégories d'actions : « *L'amortissement du capital ne peut être réalisé que par voie de remboursement égal sur chaque action de même catégorie* ».

Le principe d'égalité entre les associés a ainsi un caractère relatif : l'égalité ne se conçoit qu'à l'intérieur d'une même catégorie d'associés et non entre différentes catégories d'associés. La Cour de Cassation a même considéré qu' « il n'est pas de l'essence de la société anonyme de donner des droits absolument identiques »⁵⁸. La Cour a déduit de ce postulat qu'il est possible d'accorder des droits différents à des séries d'actions différentes⁵⁹.

Si certaines solutions de notre droit apparaissent comme de « fausses inégalités », en revanche, certaines dispositions de la loi du 24 juillet 1966 ne paraissent guère justifiables par les différences de situations qu'elles génèrent. Elles constituent donc de réelles entorses au principe d'égalité. L'article 269 de la loi du 24 juillet 1966 prévoit la possibilité de créer, au cours de la vie sociale, des « *actions de priorité jouissant d'avantages par rapport à toutes les autres actions* » sous réserve de ne pas porter atteinte à la règle de proportionnalité du droit de vote par rapport à la quotité de capital détenu⁶⁰.

⁵⁶ L'article 228 alinéa 4 de la loi du 24 juillet 1966 dispose « *Les commissaires aux comptes s'assurent que l'égalité a été respectée entre les actionnaires* ».

⁵⁷ L'article 215 alinéa 1 de la loi du 24 juillet 1966 dispose « *La réduction du capital est autorisée ou décidée par l'assemblée générale extraordinaire, qui peut déléguer au conseil d'administration ou au directoire, selon les cas, tous pouvoirs pour la réaliser. En aucun cas, elle ne peut porter à l'égalité des actionnaires* ».

⁵⁸ Civ. 3, 24 mars 1971 : Bull. III, p.150, n 210.

⁵⁹ Alain Viandier, *La notion d'associé*, n 122.

⁶⁰ A l'exception de quelques cas prévus par la loi, notamment le droit de vote double attribué aux actions nominatives détenues par un même titulaire depuis au moins deux ans.

b. Le principe de proportionnalité droit de vote / capital détenu

Aux termes de l'article 174 de la loi du 24 juillet 1966, « *le droit de vote attaché aux actions de capital ou de jouissance est proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent et chaque action donne droit à une voix au moins. Toute clause contraire est réputée non écrite* ». Autrement dit, à capital égal, vote égal. Cependant ce principe admet certaines dérogations qui, en dehors des hypothèses d'apport en nature ou de stipulations d'avantage particulier dans lesquelles l'apporteur ou le bénéficiaire ne peut pas voter, sont autant de dérogations légales au principe de l'égalité entre les actionnaires. Il s'agit ainsi d'accroître le potentiel de vote de certains actionnaires - droit de vote double -, soit au contraire de le limiter - limitation du nombre de voix dont dispose chaque actionnaire -. L'on remarquera que l'article 175 de la loi du 24 juillet 1966 vise « *toutes les actions* » et que l'article 177 de cette même loi prévoit une limitation imposée à toutes les actions « *sans distinction de catégorie* ». *A contrario* il est possible de déduire que des distinctions peuvent être opérées entre des catégories d'actions, pourvu qu'elles ne touchent pas au droit de vote en dehors des cas limitativement prévus par la loi.

Le principe de proportionnalité souffre ainsi de quelques atteintes à l'égalité des actionnaires, mais il n'autorise aucune atteinte à l'égalité entre les actions, telle catégorie d'actions ne pouvant, au plan des droits de vote, être mieux traitée qu'une autre.

On ne peut que déplorer la faiblesse du droit français par rapport aux droits anglo-saxons, qui, plus souples, permettent aux actionnaires de priver de droit de vote certaines actions privilégiées ou acceptent plus fréquemment des droits de vote pluraux.

Sont interdites, en droit français, les clauses conférant à certaines actions un droit de vote privilégié, celles qui subordonneraient le droit de vote d'une catégorie d'actionnaires à la possession d'un certain nombre d'actions ou inversement, celles qui limiteraient le nombre de voix dont pourrait disposer une autre catégorie d'actionnaires.

c. La prohibition des clauses léonines et des clauses d'intérêt fixe

Les clauses léonines

Pour les droits pécuniaires des associés, le principe est que « *la part de chaque associé dans les bénéfices et sa contribution aux pertes se déterminent à proportion de sa part dans le capital social...* »⁶¹. Cependant, la jurisprudence a depuis très longtemps admis que les associés pouvaient librement entre eux fixer la répartition des bénéfices et des pertes d'une façon non proportionnelle aux apports, sous réserve de l'interdiction des clauses dites léonines, « attribuant à un associé la totalité du profit procuré par la société ou l'exonérant de la totalité des pertes » ou « *excluant un associé totalement du profit ou mettant à sa charge la totalité des pertes* »⁶².

La clause léonine interdite est celle qui attribue à un associé la totalité des bénéfices ou des pertes. Cependant, il ne faut pas, selon la doctrine, prendre ce texte à la lettre. Est tout aussi nulle la clause qui priverait en totalité l'un des associés de sa part dans les bénéfices que la clause qui, sans priver totalement un associé de sa part, la réduirait à une part insignifiante⁶³.

Est au contraire licite la clause qui répartit les bénéfices d'une façon inégale sans respecter la proportionnalité des apports ou sans qu'il y ait la même proportion dans la répartition des bénéfices et des pertes.

La Cour de cassation a clairement affirmé que « l'article 1844-1 du code civil n'interdit pas aux associés de fixer un partage des bénéfices et des pertes dans une proportion différentes des apports »⁶⁴.

⁶¹ Article 1844-1, alinéa 1 du code civil.

⁶² Article 1844-1, alinéa 2 du code civil.

⁶³ Ripert et Roblot, *Traité de droit commercial*, n 780.

⁶⁴ Civ. 1, 16 octobre 1990 : Joly, 1990, p.1029, Note Le Cannu.

Est licite la clause qui fait dépendre l'attribution de bénéfices d'une condition, par exemple de ce qu'ils atteindront un certain chiffre⁶⁵, la clause privant un associé de sa part dans les bénéfices à titre de clause pénale⁶⁶. Dans tous les cas, le droit conditionnel de l'associé aux bénéfices est reconnu.

Parallèlement est interdite la clause exonérant un associé de la totalité des pertes ou les lui mettant à sa charge. Est nulle la clause qui, sans exonérer totalement un associé de la totalité de ses pertes, ne prévoirait qu'une contribution insignifiante de sa part.

Les clauses d'intérêt fixe

Aux termes de l'article 348 alinéa 1^{er} de la loi du 24 juillet 1966, applicable « *aux diverses sociétés commerciales dotées de la personnalité morale* », « *il est interdit de stipuler un intérêt fixe ou intercalaire aux profits des associés. Toute clause contraire est réputée non écrite* ».

Est réputée non écrite la clause qui donne à un actionnaire, même en l'absence de bénéfice distribuable, et, s'il y en a un, quel que soit son montant, le droit de percevoir à chaque exercice un dividende déterminé.

L'article 346 de la loi du 24 juillet 1966 définit le bénéfice distribuable comme « *le bénéfice de l'exercice diminué des pertes antérieures ainsi que des sommes à porter en réserve, en application de la loi ou des statuts, et augmenté du report bénéficiaire* ».

L'article 346 alinéa 2 permettant à l'assemblée générale de « *décider la mise en distribution de sommes prélevées sur les réserves dont elle a la disposition* », la question se pose de savoir si les statuts peuvent stipuler qu'en cas d'insuffisance du bénéfice distribuable, il sera puisé dans les réserves pour servir un dividende aux actions de priorité.

⁶⁵ Req. 9 juillet 1885 : D.1886, 1, 301.

La doctrine semble s'y opposer. Ainsi, le Professeur Vasseur s'appuie sur la suite de l'article 346 alinéa 2 qui dispose « *en ce cas, la décision indique expressément les postes de réserve sur lesquels les prélèvements sont effectués* ». Il en déduit la volonté du législateur de laisser à l'assemblée le soin de décider au cas par cas le prélèvement sur les réserves facultatives et donc l'impossibilité de lier l'assemblée sur ce point par une disposition statutaire.

Ayant tout d'abord tenté de recenser les divers avantages que pouvait offrir une société utilisant des « trackers » puis entrepris une qualification juridique de ces derniers, il faut désormais établir un régime juridique propre à ce type d'action. Le régime juridique applicable sera principalement celui des actions de priorité, cependant ce régime devra être adapté en raison des particularités propres aux « tracking stocks ».

⁶⁶ Req. 16 novembre 1858 : D.1859, 1, 39.

II. Régime juridique des actions « reflets »

La présentation du régime juridique des actions reflets s'effectuera dans un premier temps par la description de leur création et de leur disparition et dans un deuxième temps par l'exposé du fonctionnement d'une société « reflet »⁶⁷ - droits des porteurs d'actions reflets et limites d'une société « reflet » -.

A. Création et disparition de l'action reflet⁶⁸

La création d'actions reflets doit nécessairement obéir à certaines conditions et diverses modalités d'émissions doivent être respectées. Il convient aussi de définir les droits et les avantages dont peuvent jouir les porteurs d'actions reflets. On étudiera en dernier lieu les cas de disparition de l'action reflet.

1. Emission d'actions reflets

a. Conditions de création des actions reflets

Ces conditions touchent à la forme juridique de la société qui peut recourir aux actions reflets, aux titres éventuellement présents au sein de cette dernière. Enfin, il

⁶⁷ Une société « reflet » est une société qui a émis des actions de priorité indexées sur une des activités de cette dernière.

⁶⁸ Thierry Granier, *Action de priorité*, Juris-Classeur 1998, Fasc. 1805.

conviendra de préciser la situation des actions reflètes au regard de la procédure de vérification des avantages particuliers.

Conditions relatives à la forme de la société

L'article 269 est inséré dans le chapitre IV de la loi du 24 juillet 1966 consacré aux sociétés par actions, il a donc vocation à s'appliquer à ce genre de sociétés. Dans ces conditions, les actions reflètes pourront être mises en œuvre par les sociétés anonymes. De la même manière dans les sociétés en commandite par actions, les droits sociaux des associés commanditaires sont représentés par des actions soumises au même régime que les actions de sociétés anonymes, il y sera logiquement possible d'émettre des actions reflètes⁶⁹.

La société par actions simplifiée laisse une grande liberté d'action aux fondateurs pour organiser l'administration et le fonctionnement de la société. Elle se révèle donc particulièrement adaptée à la création d'actions reflètes. A titre d'exemple, le régime retenu en la matière est encore plus libéral que celui prévu pour les sociétés anonymes puisqu'il est possible de mettre en place des actions à droit de vote plural, l'article 175 de la loi du 24 juillet 1966 n'étant pas applicable aux sociétés par actions simplifiées. Ainsi, les caractéristiques des actions pourront être définies très librement, il sera donc possible de créer des titres conférant toutes sortes de privilèges financiers⁷⁰.

Si par conséquent aucun obstacle de forme ne s'oppose à la création d'actions reflètes dans une société par actions simplifiée, seules la société anonyme et la société en commandite par actions sont susceptibles de satisfaire les conditions d'admission à la négociation sur un marché réglementé. En effet, un inconvénient majeur tient au fait que la société par actions simplifiée ne peut faire publiquement appel à l'épargne sous peine de sanctions pénales⁷¹. Or, il apparaît essentiel pour qu'il y ait création de valeur que les actions reflètes soient cotées sur une place financière.

⁶⁹ Y. Faure, *Les commandites*, Joly, coll. Pratique des affaires, 1997, p. 126.

⁷⁰ Ch. Hannoun, *La société par action simplifiée : essai de prospective juridique*, in Droit et vie des affaires, Etudes offertes à Alain Sayag, LITEC-CREDA 1997, p. 283.

Existence de certains titres susceptibles de gêner la création d'actions reflète

La présence de titres composés – obligations remboursables en actions, obligations échangeables en actions, obligations à bon de souscription d'actions et autres valeurs mobilières composées – est de nature à gêner la création d'actions de priorité et donc indirectement d'actions reflète par la société. En effet, cette dernière se voit interdire par la loi, tant qu'il existe des obligations remboursables en actions⁷², des obligations convertibles en actions⁷³, ou échangeable en actions⁷⁴, les opérations suivantes : l'amortissement de son capital et la modification de la répartition de ses bénéfices.

Il résulte donc de ces interdictions qu'il n'est pas possible en principe de créer des titres de capital conférant un droit privilégié sur les dividendes ou prévoyant un amortissement. Il semble donc difficile *a priori* de mettre en place des actions reflète dans un tel cas de figure, ceci d'autant plus que la violation de ces dispositions est sanctionnée par la nullité de l'opération et par une peine d'amende pouvant aller jusqu'à 120 000 francs pour le président, les administrateurs ou les directeurs généraux de la société anonyme en question⁷⁵. Il faut aussi ajouter que dans les cas où ces dirigeants auraient accompli ces infractions en vue de priver soit les actionnaires ou certains d'entre eux, soit les titulaires ou porteurs de bons de souscription ou d'obligations convertibles ou échangeables, ou certains d'entre eux, d'une part de leurs droits dans le patrimoine de la société, ils encourent une peine d'emprisonnement de 5 ans et une amende de 500 000 francs⁷⁶.

⁷¹ L'article 262-2 de la loi du 24 juillet 1966 : « *La société par actions simplifiée ne peut faire publiquement appel public à l'épargne* ». L'article 464-3 de cette même loi énonce que « *le fait pour les dirigeants d'une société par actions simplifiée, de faire publiquement appel à l'épargne est puni d'une amende de 120 000 F* ».

⁷² Voir article 194-4 de la loi du 24 juillet 1966.

⁷³ Voir article 195 alinéa 5 de la loi du 24 juillet 1966.

⁷⁴ Voir article 206 alinéa 1^{er} de la loi du 24 juillet 1966.

⁷⁵ Voir article 450-4 et 5 de la loi du 24 juillet 1966.

⁷⁶ Voir article 451 de la loi du 24 juillet 1966.

Toutefois, il semble que la rigueur de ces textes pourrait être tempérée si les obligataires concernés autorisaient, à l'unanimité, ces opérations au moment où elles sont envisagées. Une partie de la doctrine considère en effet que ces prohibitions relèvent d'un ordre public de protection au profit de ces obligataires⁷⁷.

La question de la procédure de vérification des avantages particuliers

De la même manière que se pose le problème de la procédure des avantages particuliers pour les actions de priorité, il convient de soulever cette question pour les actions reflètes.

Par avantage particulier, il faut entendre toute faveur, généralement de nature pécuniaire, consentie à titre personnel à un associé ou à un tiers, entraînant une rupture d'égalité entre actionnaires⁷⁸. En cas de stipulation d'avantages particuliers une procédure de vérification est prévue par le législateur que ce soit au moment de la constitution de la société⁷⁹ ou au cours de la vie sociale⁸⁰. Elle est conduite par un commissaire aux apports qui va apprécier sous sa responsabilité la valeur de ces avantages dans un rapport qui est déposé au greffe et tenu à la disposition des souscripteurs ou actionnaires dans des conditions définies par décret⁸¹.

La mise en œuvre d'actions reflètes s'accompagnant de l'octroi d'un privilège financier, la question se pose de savoir si ce dernier doit être considéré comme un avantage particulier et si la procédure de vérification doit être mise en place. Il faut rappeler à cet égard la distinction selon laquelle la notion d'avantages particuliers relève de l'ordre des droits personnels tandis que le mécanisme de l'action privilégiée – donc de l'action reflet – implique qu'une préférence soit accordée non pas à une

⁷⁷ Voir en ce sens, B. Mercadal et P. Janin, *Sociétés commerciales*, Mémento Lefebvre, 1999, n. 3041. – J. Prieur et Thierry Bonneau, *Les titres de sociétés commerciales par actions (autres que les actions)* : CNCC édition 1995, p. 73.

⁷⁸ P. Merle, *Droit commercial, sociétés commerciales*, Précis Dalloz 1998, p. 265.

⁷⁹ Voir l'article 80 de la loi du 24 juillet 1966 – les articles 64 à 65 du décret du 23 mars 1965.

⁸⁰ Voir l'article 193 de la loi du 24 juillet 1966.

⁸¹ Voir les articles 64,65 et 169 du décret du 23 mars 1967.

personne mais à une catégorie d'actions⁸². Il est donc possible de déduire un des critères importants permettant d'identifier un avantage particulier : le caractère transmissible des actions détenues par la personne favorisée⁸³.

Il semble donc que l'action reflet n'exclut pas l'avantage particulier, il faudra donc apprécier l'application de la vérification en fonction des modalités de l'émission en cause. Dans ces conditions, il faudra faire en sorte lors de l'émission d'actions reflets que ces dernières soient réservées à tous les actionnaires en proportion de leur participation au capital exclusivement. Dans cette hypothèse, aucun avantage n'est accordé à titre personnel, par conséquent la procédure de vérification n'a pas à être mise en place.

b. Modalité de création de l'action reflet

La création d'actions de priorité peut intervenir soit au moment de la constitution de la société soit au cours de la vie sociale. Il semble que la deuxième modalité de création sera la plus utilisée pour la création d'actions reflets.

Création des actions reflets au moment de la constitution de la société

Ce cas de figure demeure assez rare dans la pratique en matière d'actions privilégiées. On voit encore moins comment cette modalité de création pourrait être utilisée pour les actions reflets. Toutefois elle demeure possible, il faut donc la mentionner.

Les fondateurs peuvent inscrire dans les statuts des clauses prévoyant la création de catégories d'actions différentes, certaines étant des actions ordinaires d'autres étant des titres privilégiés, en application de l'article 269 de la loi du 24 juillet 1966. Si la société ne fait pas appel public à l'épargne, ce qui ne sera pas vraisemblablement le

⁸² J.J. Daigre, F. Monod, F. Basdevant, *Les actions à privilèges financiers* : Dr. Sociétés, Actes pratiques, 1997, n. 32, p. 4.

cas lors de la création d'actions reflète, la création et le régime prévu pour les actions de priorité doivent être décrits dans les statuts qui, selon le droit commun de la constitution d'une société⁸⁴, sont adoptés à l'unanimité et signés par tous les associés. Si la société fait appel public à l'épargne, les statuts contenant également la mention de la création des titres prioritaires sont signés par les fondateurs qui doivent les faire approuver par l'ensemble des souscripteurs réunis dans une assemblée générale constitutive⁸⁵.

Création des actions reflète au cours de la vie sociale

On peut imaginer deux modalités de création d'actions reflète au cours de la vie sociale, soit par augmentation de capital, soit par conversion d'actions ordinaires. La création d'actions reflète dans tous les cas devra être décidée en assemblée générale extraordinaire car elle entraîne sur la forme la modification des statuts de la société. En effet, chaque actionnaire qui acceptera la création d'actions reflète – par augmentation de capital ou par conversion - devra avoir notamment à l'esprit le risque financier qu'il court. S'il donne son accord à cette création mais qu'il ne prend pas part à l'opération, les dividendes versés en raison des titres dont il est porteur seront amputés des résultats de l'activité tracée par les actions reflète.

Le recours à une augmentation de capital pour créer des actions reflète apparaît comme la modalité de création la plus adaptée à ce type d'actions⁸⁶. Il s'agit en effet pour la société qui recherche une meilleure valorisation d'une de ses activités et un accroissement de ses fonds propres, d'inciter le plus grand nombre d'investisseurs à devenir actionnaires en leur consentant une priorité substantielle⁸⁷. Cet élément explique que l'assemblée générale extraordinaire, normalement compétente en la

⁸³ P. Engel et P. Troussière, *Création de catégories d'actions et stipulations d'avantages particuliers* : JCP E 1996, I, 585.

⁸⁴ Voir les articles 84 à 88 de la loi du 24 juillet 1966.

⁸⁵ Voir les articles 79 à 83 de la loi du 24 juillet 1966.

⁸⁶ Hélène Mazier, *Alcatel : Nouveau plus haut de l'action après le triplement du résultat net semestriel*, La Tribune, 27 juillet 2000. C'est cette option que semble avoir choisi la société Alcatel, qui a convoqué l'assemblée générale extraordinaire le 20 septembre 2000.

⁸⁷ C. Ferry, R. Cannard, M. Cretté, *Les actions de priorité* : Dr. Sociétés, Actes Pratiques, 1993, n. 11, p. 6.

matière⁸⁸, va fréquemment à cette occasion procéder à la suppression du droit préférentiel de souscription instauré par l'article 183 de la loi du 24 juillet 1966. Il faudra donc satisfaire aux obligations édictées par les textes⁸⁹. En premier lieu, il faudra que le prix d'émission et les conditions de fixation de ce prix soient déterminés par l'assemblée générale extraordinaire sur rapport du conseil d'administration ou du directoire et sur rapport spécial du commissaire aux comptes. En second lieu, l'émission doit être réalisée dans un délai de deux ans à compter de l'assemblée générale qui l'a autorisée.

Dans toutes les situations, qu'il y ait ou non suppression du droit préférentiel de souscription, il faut tenir compte de l'application de l'article 180 III alinéa 5 de la loi du 24 juillet 1966 qui prévoit que l'assemblée générale extraordinaire doit, lorsqu'elle délègue au conseil d'administration ou au directoire le pouvoir d'émettre des valeurs mobilières en vue de l'augmentation de capital, fixer des plafonds particuliers pour les actions de priorité émises en application de l'article 269 de la loi du 24 juillet 1966⁹⁰. C'est également à l'assemblée de déterminer les principales caractéristiques de l'émission⁹¹.

Une deuxième possibilité pour créer des actions reflète au cours de la vie sociale réside dans la conversion d'actions ordinaires en actions reflète. Cependant, ce moyen étant peu utilisé en pratique pour la création d'actions de priorité, il semble également mal s'accommoder à la finalité des actions reflète. En effet, dans ce cas de figure, la société ne va pas accroître directement ses fonds propres. Toutefois, l'activité dynamique sera néanmoins mise en évidence par les actions reflète et une meilleure valorisation pourra être obtenue. Une telle décision emporte une modification des statuts, elle devra donc être prise par l'assemblée générale extraordinaire.

⁸⁸ Voir l'article 180 de la loi du 24 juillet 1966.

⁸⁹ Voir les articles 186-1 à 186-4 de la loi du 24 juillet 1966.

⁹⁰ B. Saintourens, *Les réformes en droit des sociétés par la loi du 8 août 1994 portant diverses positions d'ordre économique et financier* : Rev. Sociétés, p. 625.

⁹¹ P. Merle, *Augmentation de capital et délégation globale. A propos de l'article 180 nouveau de la loi du 24 juillet 1966* : RJDA 1995, p. 195.

Lors de la création d'actions reflète au cours de la vie sociale par conversion d'actions ordinaires, on peut s'interroger sur l'utilité de réunir en assemblée spéciale les actionnaires n'ayant pas participé à la conversion pour ratifier une telle décision. En effet, il apparaît qu'en pratique les dirigeants sociaux réunissent une telle assemblée lors de la création d'actions de priorité⁹². Cependant, des auteurs ont souligné que rien n'imposait cette formalité dans la mesure où l'article 156 de la loi du 24 juillet 1966 indique que les assemblées spéciales sont normalement composées par les titulaires d'actions d'une catégorie déterminée, or les actions ordinaires ne constituent pas, *a priori*, une catégorie d'actions puisque cette qualification est réservée en principe aux actions de priorité jouissant d'avantages par rapport aux autres actions si l'on se réfère à l'article 269 de la loi du 24 juillet 1966⁹³.

Les actions ordinaires existantes avant la création des actions reflète deviendront elles aussi *ipso facto* des actions reflète dans la mesure où elles seront indexées sur les résultats des autres activités de la société.

c. Admission à la négociation sur un marché réglementé⁹⁴

Produit spéculatif par essence, il est difficile de dissocier l'émission d'actions reflète par une société sans envisager dans le même temps le problème de l'admission à la négociation sur un marché réglementé de ces titres. La question de savoir si des actions reflète peuvent être admises à la négociation sur un marché réglementé ne semble cependant pas poser d'obstacles insurmontables au regard de la réglementation française en la matière.

Partant du principe, d'une part, que le régime juridique des actions reflète est plaqué sur celui des actions de priorité et, d'autre part, que des actions de priorité de

⁹² P. Merle, *Droit Commercial, Sociétés commerciales*, Précis Dalloz 1998, p. 307.

⁹³ J.J. Daigre, F. Monod, F. Basdevant, *Les actions à privilèges non financiers* : Dr. Sociétés, Actes pratiques, 1997, n. 35, p. 9.

⁹⁴ Pour une vue d'ensemble de la négociation d'un instrument financier sur un marché réglementé, voir Hubert de Vauplane et Jean-Pierre Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec 1998, n. 447.

sociétés françaises sont admises à la négociation sur le premier marché de la Bourse de Paris, il est permis d'imaginer qu'une admission à la négociation d'actions reflète est possible. Actuellement, deux sociétés ont des actions de priorité cotées sur le premier marché : la société Casino et la société Legrand.

L'idée est d'arriver à faire coexister sur un même marché deux lignes de cotations pour une même société – une ligne représentant les actions ordinaires, une ligne représentant une catégorie d'actions reflète. Chaque catégorie évoluant librement et indépendamment sur le marché. Pour encore plus de cohérence, il serait possible d'imaginer qu'une catégorie d'actions soit cotée sur le premier marché de la Bourse de Paris – représentant les actions ordinaires – et qu'une autre catégorie d'actions le soit sur le Nouveau Marché – représentant les actions reflète – car traçant par hypothèse une activité à fort potentiel de croissance donc plus adaptée à ce marché.

Depuis la loi du 2 juillet 1996, l'admission de valeurs mobilières aux négociations sur un marché réglementé relève désormais de la seule compétence de la société dite « entreprise de marché », chargée de gérer le marché⁹⁵, en l'espèce Paris SBF Bourse SA. La société qui demande l'admission de ses titres aux négociations du premier marché doit par exemple, dans un dossier d'admission qu'elle adresse à Paris Bourse SA, fournir des pièces et des documents⁹⁶ et prendre un certain nombre d'engagements.

La collectivité émettrice doit aussi établir et diffuser un « prospectus » visé par la COB comportant les informations nécessaires aux investisseurs pour fonder leur jugement sur le patrimoine, l'activité, la situation financière, les résultats et les perspectives d'avenir de l'émetteur, ainsi que sur les droits attachés aux titres offerts⁹⁷. C'est ce dernier élément qui devra être expliqué de manière très claire et très précise par la collectivité émettrice. En effet, la société devra informer les investisseurs potentiels sur les risques pesant sur les actions reflète. Ces risques devront être identifiés et des solutions proposées aux actionnaires par la société.

⁹⁵ Voir l'article 40 de la loi du 2 juillet 1996.

⁹⁶ Les pièces et les documents à fournir à l'appui des demandes d'admission sont énumérées dans les instructions N3-01 à N3-05 de Paris Bourse SA du 29 avril 1997.

2. La disparition des actions reflètes

La disparition des actions reflètes peut évidemment résulter de la mise en liquidation judiciaire de la société. Dans ce cas, s'il reste de l'argent dans la société, tous les porteurs d'actions reflètes, en leur qualité d'actionnaire de la société, percevront dans un premier temps le montant nominal des actions dont ils sont titulaires. Dans un deuxième temps, ils se verront attribuer un *boni* de liquidation proportionnellement à leur participation au capital social sauf dispositions statutaires contraires⁹⁸. La disparition des actions reflètes peut également s'accomplir par la suppression du privilège financier au cours de la vie sociale ou par le rachat pur et simple des actions par la société émettrice.

a. La suppression du privilège financier attaché à l'action

La décision de suppression de l'avantage financier accordé à une catégorie d'actions reflètes – ce qui revient *de facto* à la conversion des actions reflètes en actions ordinaires – ne peut être prise que par l'assemblée générale extraordinaire ratifiée par l'assemblée spéciale de la catégorie en question⁹⁹. En effet, une telle suppression est assimilable à une modification des droits des porteurs d'actions reflètes et elle est donc soumise à la procédure de l'article 156 de la loi du 24 juillet 1966. Pour obtenir l'accord de ceux dont les privilèges sont anéantis et éviter de leur part une action en abus de droit, il est préférable de leur offrir un dédommagement quelconque. Il peut consister en une attribution gratuite d'actions ou en une émission à leur profit de bons de souscription autonome non-payants, émis en vertu de l'article 339-5 de la loi du 24 juillet 1966¹⁰⁰.

⁹⁷ Règlement COB n. 91-02.

⁹⁸ Voir l'article 417 de la loi du 24 juillet 1966.

⁹⁹ Voir l'article 156 de la loi du 24 juillet 1966. Les pouvoirs accordés à cette assemblée spéciale chargée de la représentation collective des titulaires d'actions reflètes seront abordés de manière plus détaillée par la suite.

Il se peut très bien aussi que la suppression de l'avantage financier conféré par une catégorie d'actions soit programmée. En effet, elle peut intervenir de plein droit si les statuts ont prévu un certain nombre d'éléments objectifs qui auront pour conséquence automatique la transformation des actions reflètes en actions ordinaires. A titre d'exemple la survenance d'une date prévue dans les statuts pour la fin du privilège financier le fera logiquement disparaître. On peut aussi prévoir que si la société atteint un certain niveau de chiffre d'affaires, de marge brute, de résultat ou d'actif net, le privilège prendra fin.

Une autre solution qui ne nécessite pas l'accord des porteurs d'actions reflètes est envisageable, il s'agit du rachat des titres par la société émettrice.

b. Le rachat des actions reflètes par la société émettrice

Le principe de validité de rachat des actions reflètes

La loi du 2 juillet 1998 est venue modifier l'article 217 de la loi du 24 juillet 1966 en ce sens qu'il a supprimé l'interdiction de principe du rachat de ses propres actions par une société. Elle a conservé la possibilité d'un tel rachat en cas de réduction du capital non motivé par des pertes¹⁰¹. Cette loi a de plus précisé les conditions dans lesquelles une société dont les actions sont admises sur un marché réglementé peut accomplir ce rachat en précisant le régime fiscal¹⁰².

Les modalités du rachat des actions reflètes¹⁰³

¹⁰⁰ P. Engel et P. Troussière, *Création de catégories d'actions et stipulations d'avantages particuliers* : JCP E 1996, I, 585, spécialement n. 23.

¹⁰¹ Voir l'article 217-I-A de la loi du 24 juillet 1966.

¹⁰² Voir l'article 217-2 de la loi du 24 juillet 1966.

¹⁰³ Voir les articles 181 et 182 du décret du 23 mars 1967.

Dans le cadre d'une réduction de capital non motivée par des pertes, il peut être envisagé de supprimer les actions reflètes en les faisant racheter par la société. Il s'agit d'une hypothèse de retrait forcé de l'actionnaire dont la validité est admise¹⁰⁴ à condition d'être prévue par les statuts au moment de l'émission des titres¹⁰⁵. Il résulte, en effet, de l'article 36 de la deuxième directive européenne n. 77/91 du 13 décembre 1976 que le retrait forcé d'actions « doit être prescrit et autorisé par les statuts ou l'acte constitutif avant la souscription des actions qui font l'objet du retrait ». Les actions rachetées devront en principe être annulées et une procédure précise est prévue par les textes notamment afin de préserver l'égalité entre les actionnaires. La société devra notamment procéder à l'insertion, dans un journal d'annonces légales du lieu où la société a son siège social ainsi qu'au B.A.L.O. si la société fait appel public à l'épargne, d'un avis d'achat s'adressant à tous les actionnaires. Cet avis devra mentionner un certain nombre de renseignements relatifs à l'identité de l'entreprise, au prix offert par action, au mode de paiement, au délai pendant lequel l'offre sera maintenue. Si les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé alors le Conseil des Marchés Financiers devra être informé. L'opération est contrôlée par des commissaires aux comptes qui rendent compte devant l'assemblée des actionnaires.

Le prix de fixation de rachat des actions pourra être déterminé d'un commun accord entre la société et l'assemblée spéciale des porteurs d'actions reflètes. En cas de désaccord, cette valeur pourrait être fixée par un expert désigné par les parties ou par le président du tribunal de grande instance en application de l'article 1843-4 du Code civil. En toutes hypothèses, il est préférable de définir au préalable les modalités de rachat dans les statuts pour éviter un éventuel conflit lors de l'opération¹⁰⁶.

¹⁰⁴ Cass. Com., 13 décembre 1994 : JCP E 1995, II, 705, note Y. Paclot ; Bull. Joly, 1995, p. 153, note P. Le Cannu.

¹⁰⁵ Cass. Com., 12 mars 1996 : JCP E 1996, II, 831, note Y. Paclot.

¹⁰⁶ La société française Alcatel s'engagerait en cas de cession ou d'introduction en bourse de son activité opto-électronique à racheter les actions « O » avec une prime de 10% sur le montant de la vente.

B. Les droits des porteurs d'actions rejets sujets à des incertitudes

S'il est possible de déterminer précisément la plus grande partie des droits des porteurs d'actions rejets, il n'en demeure pas moins que ces dernières, de part leur nature même, peuvent également être source d'insécurité juridique pour leur porteur.

1. Les droits des porteurs d'actions rejets

Les porteurs d'actions rejets disposent - comme tout actionnaire d'une société - de droits pécuniaires et extra-pécuniaires. Cependant, la nature de l'action rejets – action de priorité – confère à son porteur nécessairement un avantage financier et parfois des avantages à caractère non-financiers.

a. Les droits pécuniaires

Sous réserve des limites posées par le droit français, l'article 269 de la loi du 24 juillet 1966 laisse la plus grande latitude aux statuts ou à l'assemblée générale extraordinaire pour organiser « *des actions de priorité* » jouissant « *d'avantages par rapport à toutes autres actions* ».

Un dividende¹⁰⁷ indexé sur l'activité concernée par l'opération

Le privilège financier réside pour les porteurs d'actions rejets en un dividende indexé, c'est-à-dire déterminé en fonction des résultats de l'activité concernée par

¹⁰⁷ Thierry Bonneau, *De quelques stipulations affectant le dividende des actions sectorielles*, Revue de Droit Bancaire et Financier, mai/juin 2000. Le dividende des actions rejets est normalement un dividende précipitaire, c'est-à-dire un dividende versé aux actions privilégiées par préférence aux actions ordinaires, lesquelles peuvent ainsi se trouver privées de toutes distribution si les bénéfices de l'exercice sont insuffisants.

l'opération. Ce dividende pourra représenter par exemple X% du résultat net de l'activité tracée. De la même, manière dans un motif de respect de l'égalité entre les actionnaires, ce dividende sera limité à un certain plafond déterminé en fonction du montant des dividendes des autres catégories d'actions¹⁰⁸. En effet, si une des activités obtient des résultats très importants par rapport aux résultats des autres activités de la société, des écarts très significatifs pourront apparaître entre les dividendes versés aux différentes catégories d'actions.

Cependant, quand bien même les résultats nets de l'activité tracée seraient positifs, le porteur de l'action reflet n'aura droit à ce dividende que si la société – toutes activités prises en compte – a réalisé, pour l'exercice considéré, un bénéfice distribuable suffisant. En effet, un privilège financier s'imposant à l'assemblée ne peut qu'être subordonné à l'existence d'un bénéfice distribuable. Des difficultés juridiques risqueront de se poser si l'activité reflétée de la société est bénéficiaire mais que les résultats globaux de la société sont déficitaires. Il n'y aura alors pas de bénéfices distribuables sauf à puiser dans les réserves de la société. Le risque de distribution de dividendes fictifs¹⁰⁹ est par conséquent important.

L'interdiction de la distribution de dividendes fictifs

A ce titre il est intéressant de rappeler que le président, les administrateurs, les directeurs généraux ou les membres du conseil de surveillance d'une société anonyme, ainsi que les gérants de sociétés en commandite par actions, « *qui, en l'absence d'inventaire ou au moyen d'un inventaire frauduleux, auront, sciemment, opéré entre les actionnaires la répartition de dividendes fictifs* », c'est-à-dire en l'absence de sommes distribuables, encourent un emprisonnement d'un an à cinq ans et/ou une amende de 2000 francs à 2 500 000 francs.

¹⁰⁸ A titre d'exemple, les dividendes des actions « O » que souhaite émettre la société française Alcatel seront calculés dans la limite de 10% des résultats nets de son activité opto-électronique. Un plafond est aussi prévu, le dividende de ces actions « O » sera limité à 1,5 fois le dividende des actions ordinaires.

¹⁰⁹ Voir l'article 437 de la loi du 24 juillet 1966

Les porteurs d'actions reflète ne peuvent-ils pas contester la privation de toute distribution, surtout si celle-ci perdure pendant plusieurs exercices¹¹⁰ ? Pour pallier cet inconvénient, il serait notamment possible d'envisager que l'avantage financier soit contractuellement reporté sur l'exercice suivant. Ainsi, si l'année suivante, des bénéfices distribuables sont mis en évidence, alors les porteurs d'actions reflète seront payés prioritairement à tous les autres actionnaires. En fin de compte, il est possible d'imaginer de contractualiser dans les statuts de la société la plus grande variété de clauses relatives à la distribution de dividendes pour les porteurs d'actions reflète tout en se cantonnant aux limites imposées par le droit français.

b. Les droits extra-pécuniaires

Comme tout actionnaire, le porteur d'actions reflète dispose du droit d'intervenir dans la vie sociale de la société. Sa qualité d'actionnaire privilégié lui donne en outre la possibilité d'exercer des droits particuliers dans le cadre d'une assemblée spéciale.

Les prérogatives traditionnelles dont dispose chaque actionnaire

La seule particularité d'avoir son dividende indexé sur une activité de la société ne prive pas le porteur d'actions reflète des prérogatives traditionnellement accordées à chaque actionnaire.

Il dispose tout d'abord du droit de participer aux assemblées - ordinaire ou extraordinaire - soit personnellement, soit en se faisant représenter par un mandataire. Le pendant de ce droit de participer aux assemblées est d'y voter. Le droit de vote est un droit fondamental de l'actionnaire et ce dernier ne peut en être privé que par une disposition légale.

¹¹⁰ Il s'agit de raisonner par analogie aux actions de priorité sans droits de vote prévues à l'article 269-3 de la loi du 24 juillet 1966.

L'actionnaire dispose d'un droit à l'information au sein de la société. Ce droit se concrétise par la faculté de se faire communiquer différents documents sur la gestion des affaires sociales et sur la vie sociale en général.

On peut aussi mentionner le droit de se faire élire au sein d'un des organes sociaux de la société ainsi que le droit d'agir en justice contre ces mêmes organes voire même contre la société.

Les droits propres aux actions reflètes

L'article 156 de la loi du 24 juillet 1966 pose le principe selon lequel « *les assemblées spéciales réunissent les titulaires d'actions d'une catégorie déterminée* ». Bien que la notion d'actions ne soit pas définie clairement par le législateur, il semble établi que les actions de priorité, donc les actions reflètes, constituent bien une catégorie d'actions et que leurs titulaires se regroupent en une assemblée spéciale¹¹¹.

Les assemblées spéciales pour l'essentiel, fonctionnent suivant les schémas des assemblées générales classiques. Toutefois, il faut remarquer que l'assemblée spéciale ne délibère valablement que si les actionnaires y participant possèdent au moins, sur première convocation, la moitié, et sur deuxième convocation le quart des actions ayant droit de vote. A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée¹¹².

Les décisions sont prises à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés¹¹³. Les décisions prises en violation des règles de quorum et de majorité sont frappées de nullité¹¹⁴. L'article 156 alinéa 2 de la loi du 24 juillet 1966 en indiquant que la décision d'une assemblée générale de modifier

¹¹¹ C. Ferry, R. Cannard et M. Cretté, *Les actions de priorité* : Dr. Sociétés, Actes pratiques, 1993, n. 11, p. 6.

¹¹² Voir l'article 156 de la loi du 24 juillet 1966.

¹¹³ Voir l'article 153 de la loi du 24 juillet 1966 sur renvoi de l'article 156.

les droits relatifs à une catégorie d'actions n'est définitive qu'après approbation par l'assemblée spéciale des actionnaires de cette catégorie, laisse entendre que cette assemblée doit être réunie après l'assemblée générale. Cependant, rien *a priori* n'interdit d'inverser la procédure car cela en pratique peut présenter un intérêt non négligeable.

L'article 156 de la loi du 24 juillet 1966 énonce que l'assemblée spéciale se réunit lorsqu'il est question de modifier les droits attachés à une catégorie d'actions. Il n'est pas douteux que lorsqu'il sera question de réduire les droits des actions reflètes, la réunion de l'assemblée spéciale s'imposera¹¹⁵. Par exemple la filialisation de l'activité tracée ne pourra se faire sans l'accord de l'assemblée spéciale même si la filiale reste détenue par le groupe. Les situations dans lesquelles les droits des porteurs d'actions reflètes risquent d'être modifiés doivent être clairement identifiées par les organes de direction de la société au moment de la création des actions reflètes pour éviter toute contestation ultérieure.

Les statuts peuvent prévoir que certaines opérations ne pourront être effectuées sans l'autorisation préalable des titulaires des actions reflètes. Par exemple, la vente de tel ou tel brevet attaché à une des activités de la société. Concrètement les dirigeants de la société devront soumettre la décision envisagée à l'assemblée spéciale qui donnera ou non son autorisation. Si ce type de clause est valable, elle ne doit pas avoir pour effet de priver l'organe compétent pour la prise de décisions¹¹⁶. En effet, ce mécanisme ne doit pas porter atteinte au principe de la hiérarchie et de spécialisation des organes sociaux dont l'application est constante en jurisprudence¹¹⁷.

Pour ne pas empiéter sur les prérogatives des organes dirigeants de la société, il est possible d'offrir aux titulaires d'actions reflètes un droit de consultation. Par conséquent, pour le même type d'opérations importantes pour la vie de la société et

¹¹⁴ Voir l'article 173 de la loi du 24 juillet 1966.

¹¹⁵ T. Com. Seine, 7 juillet 1931 : Gaz. Pal. 1931, 2, p. 356.

¹¹⁶ F.-D. Poitrinal, *Les limites des droits non financiers attachés aux actions de priorité* : banque 1998, n. 589, p. 50.

¹¹⁷ Cass. Com. 18 mai 1982 : D. 1982, p. 374 – 7 novembre 1989 : Rev. Sociétés 1990, p. 36, note Y. Guyon.

pour la situation des porteurs d'actions reflètes, une consultation obligatoire sera instaurée au bénéfice de ces derniers qui pourront ainsi donner leur avis avant la prise de décision. La société ne sera donc liée que moralement par ces avis. Cette option semble assez utilisée en pratique pour les actions de priorité classiques¹¹⁸.

Dans l'optique d'une meilleure participation des porteurs d'actions reflètes à la vie de la société, il est possible de prévoir des clauses statutaires aménageant la représentation de ces derniers au sein du conseil d'administration de la société. Une assemblée spéciale devra se tenir au cours de laquelle seront élus les candidats pour le ou les postes d'administrateurs. Ainsi, si un actionnaire détient plus des deux tiers des actions reflètes, il pourra faire élire le candidat de son choix. En revanche, si un actionnaire a un tiers des voix, il aura simplement un droit de veto quant à cette élection¹¹⁹.

Il transparaît en filigrane, au regard de ces derniers développements, que le recours aux actions reflètes peut être une source d'instabilité juridique pour la société émettrice.

2. Des risques de conflits entre actionnaires de différentes catégories¹²⁰

Si l'action reflet emprunte à l'action de priorité de l'article 269 de la loi du 24 juillet 1966 le même régime juridique, les actions reflètes pose des problèmes particuliers. En séparant artificiellement une société dite « classique » en deux activités distinctes au moins et en liant à des catégories particulières d'actions les résultats de ces activités distinctes, la création d'actions reflètes a pour conséquence ultime de faire

¹¹⁸ F. Monod, *Droits non financiers attachés aux actions privilégiées* : Dr. Sociétés, 1996, chron. 9.

¹¹⁹ Il convient de rappeler que les décisions sont prises à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.

¹²⁰ Pour les problèmes soulevés par les « tracking stocks » voir Jeffrey Hass, *Directorial fiduciary duties in a tracking stock equity structure : the need for a duty of fairness*, Michigan Law Review, June 1996, p. 2113 s.

coexister au sein d'une même société des catégories d'actionnaires ayant des intérêts financiers diamétralement opposés. Au contraire, dans une société dite « classique », les porteurs d'actions ordinaires ou d'actions de priorité – quel que soit l'avantage concédé – sont animés par des intérêts financiers peut-être différents mais convergents, déterminés en fonction des résultats de la société dans son ensemble. Cette originalité propre aux actions reflète amène à s'interroger sur les conflits potentiels qui risquent de survenir entre les porteurs des différentes catégories d'actions au sein de ces sociétés.

a. La notion d'intérêt financier divergent¹²¹

Rapport entre les différentes catégories d'actions d'une société « classique »

Dans les rapports entre les différentes catégories d'actions, actions ordinaires et actions de priorité, au sein d'une société « classique », un intérêt financier commun unit ces catégories d'actions les unes aux autres. Cette unité existe car la valeur des actions de chaque catégorie est indexée sur les performances financières de la société prise comme un tout. Ainsi, en incluant dans les résultats de la société les résultats de ses différentes activités et divisions, les décisions du conseil d'administration de la société, ayant parfois des effets disparates sur les différentes activités, n'affecteront pas la valeur de marché des actions des différentes catégories. Il n'y aura donc pas « querelles fratricides »¹²² dans une société classique entre les différentes catégories d'actionnaires au plan financier : tout actionnaire, toutes catégories confondues, souhaite la réussite de la société toutes activités confondues¹²³.

¹²¹ Pour illustrer ce qui suit, on prendra comme hypothèse l'existence de deux sociétés, la société « classique » et la société « reflet ». La société « classique » a deux activités, activité 1 et activité 2, elle dispose aussi de deux catégories d'actions, catégorie A et catégorie B. La société « reflet » dispose de son côté de deux activités, groupe X et groupe Y, et de deux catégories d'actions reflète respectivement dépendantes des résultats du groupe X et du groupe Y.

¹²² Voir Jeffrey Hass, *Directorial fiduciary duties in a tracking stock equity structure : the need for a duty of fairness*, Michigan Law Review, June 1996, p. 2113 s. qui emploie le terme de « sibling rivalry ».

Pour illustrer cette notion d'intérêt financier commun entre les différentes catégories d'actions d'une société « classique », supposons d'une part, une décision du conseil d'administration de cette société attribuant une somme de 100 millions de francs à l'activité 1 plutôt qu'à l'activité 2. Cette décision a un impact positif sur l'activité 1 et n'a pas d'impact sur l'activité 2. Dans ce cas, et dans l'hypothèse où tous les autres paramètres internes et externes sont constants, la valeur de marché des actions de la catégorie A et de la catégorie B s'apprécieront pareillement en raison de l'effet positif de la décision pour la société prise dans son ensemble. Si, d'autre part, la même décision n'a finalement aucun impact sur l'activité 1 et un impact négatif sur l'activité 2, alors la valeur des actions de la catégorie A et de la catégorie B se déprécieront en raison de l'effet négatif pour la société prise comme un tout. Par conséquent, bien que les décisions du conseil d'administration d'une société puissent avoir des effets disparates entre les différentes activités ou divisions de cette société, la valeur de marché des différentes catégories d'actions réagiront de manière similaire en raison de leur rattachement aux résultats de la société de façon globale.

Rapport entre les différentes catégories d'actions d'une société « reflet »

A la différence d'une société « classique », les différentes catégories d'actionnaires ont des intérêts financiers divergents au sein d'une société « reflet ». Cette divergence s'explique par le fait que chaque catégorie d'action est indexée sur les performances d'une des activités de la société. De ce fait, la valeur de marché d'une catégorie d'actions reflète pourra s'apprécier ou au contraire se déprécier indépendamment de la valeur de marché des actions des autres catégories d'actions reflètes. Cette divergence d'intérêt financier entre les différentes catégories d'actions est le but recherché par les sociétés recourant aux actions reflètes, pour créer dans l'esprit des investisseurs l'idée que l'action reflet est une action ordinaire d'une société à part entière.

Plus globalement, cette divergence d'intérêt financier entre catégories d'actions pose la question en droit français de l'adéquation des actions reflètes avec le principe de

¹²³ Les actions des différentes catégories ne se négocieront évidemment pas au même prix, en raison de leurs droits propres, cependant leur valeur variera en grande partie en fonction des résultats de la société prise comme un tout.

l'affectio societatis exigé à l'article 1832 du code civil¹²⁴. La Chambre commerciale de la Cour de cassation définit cette notion comme la collaboration « de façon effective à l'exploitation d'un fonds dans un intérêt commun et sur un pied d'égalité avec un associé pour participer sur un pied d'égalité aux bénéfices et aux pertes »¹²⁵. Ici, l'intérêt commun semble faire défaut. Cependant certains auteurs admettent le « contenu à géométrie variable » de ce principe : « *l'affectio societatis* souvent très forte chez les associés de société de petite taille est inexistante chez l'immense majorité des actionnaires des sociétés cotées en bourse »¹²⁶.

On peut illustrer cette notion d'intérêt financier divergent de la manière suivante. Si d'un coté une décision du conseil d'administration d'une société « reflet » attribue une somme de 100 millions de francs au groupe X plutôt qu'au groupe Y et que cette décision a un effet positif sur le groupe X et aucun impact sur le groupe Y. Dans cette situation, partant du principe que toutes les variables internes et externes restent constantes, la valeur de marché des actions du groupe X vont s'apprécier alors que la valeur des actions du groupe Y ne varieront pas dans leur ensemble. Si, en revanche, la décision a un impact positif sur le groupe X et un effet négatif sur le groupe Y, par exemple si le groupe Y n'est pas en mesure de trouver la totalité des fonds nécessaires à son expansion, alors la valeur de marché du groupe Y se dépréciera. Ainsi, la valeur de marché des différentes catégories d'actions reflète réagira de manière différente en fonction des décisions prises par le conseil d'administration de la société.

Cependant, si la valeur de marché des différentes catégories d'actions reflète peut s'apprécier de manière différente, cette divergence d'intérêts financiers ne conduit pas à une séparation totale entre les différentes catégories d'actions reflète. La convergence d'intérêts se retrouve en cas de liquidation judiciaire de la société. En effet, les différentes catégories d'actions reflète sont, pour le meilleur et pour le pire, légalement rattachées à une et même personne morale et non à une activité particulière. Ces actions sont uniquement économiquement et non juridiquement

¹²⁴ *Contra.* excluant les risques de véritables conflits d'intérêts au niveau de choix d'investissements, d'allocation de ressources ou autres - C. Piéron, *L'actionnariat sectoriel et le droit français*, MTF n. 58, mars 1994, p. 51 et suivantes

¹²⁵ Cass. Com. 3 juin 1986, Rev. Sociétés 1986, 585, Y. Guyon.

¹²⁶ P. Merle, *Droit commercial, Sociétés commerciales*, Dalloz 1996, p. 55.

rattachées aux diverses activités de la société. En un sens, ces différents pôles d'activités pourraient être comparés à des « sœurs siamoises » car étant la propriété et sous le contrôle de la même société. Par conséquent, les actions des différentes catégories doivent supporter les risques pesant sur toutes les activités de la société et pas seulement les risques pesant sur l'activité tracée. Or, il semble douteux que cet aspect apparaisse de prime abord à un actionnaire non averti.

Il résulte de cette différence fondamentale entre une société « classique » et une société « reflet » des risques importants de conflits entre les différentes catégories d'actionnaires. Une société désirant recourir aux actions reflètes devra nécessairement procéder à des arbitrages économiques entre ces diverses catégories et aménager, quand elle le pourra, contractuellement ces conflits.

b. La contractualisation des conflits

Mise en place de procédés contractuels

La divergence des intérêts financiers qui existe entre les différentes catégories d'actions génère un dilemme sans précédent à la fois pour les porteurs d'actions reflètes ainsi que pour les organes dirigeants de la société « reflet ». Les porteurs des différentes catégories d'actions d'une société « reflet », à la différence d'une société « classique », n'ont pas une équipe de dirigeants propre à chaque activité tracée ni un conseil d'administration chargés de promouvoir leurs intérêts particuliers. Plus exactement, les intérêts de ces porteurs d'actions reflètes sont à la merci des décisions prises par les dirigeants et par le conseil d'administration de la société qui agiront en prenant en considération les intérêts des différentes catégories d'actions reflètes. De plus, les porteurs d'une catégorie d'actions reflètes sont généralement des actionnaires minoritaires au sein de la société¹²⁷.

¹²⁷ La création d'actions reflètes par la société Alcatel devrait entraîner une dilution du capital de 2 à 3% de cette dernière. Les porteurs des actions « O » émis par Alcatel seront vraisemblablement minoritaires au sein de cette dernière.

Les dirigeants d'une société « reflet » doivent prendre en compte les intérêts financiers divergents des actionnaires des différentes catégories d'actions. Chaque groupe d'actionnaires pourra essayer d'influer sur toutes les décisions du conseil d'administration qui ne vont pas dans le sens de l'activité tracée économiquement par leurs titres. La situation peut alors très vite devenir ingouvernable pour les dirigeants de la société.

Les situations conflictuelles sont potentiellement nombreuses. A titre d'exemple, peut se poser la question de l'affectation des bénéfices dégagés lors de l'émission d'actions reflètes : doit-on les affecter exclusivement à l'activité tracée ou peut-on se servir de cette manne pour financer d'autres opérations ? Doit-on considérer que les droits des porteurs d'actions reflètes sont directement touchés par une telle décision ? Doit-on alors réunir l'assemblée spéciale comme le prévoit l'article 156 de la loi du 24 juillet 1966 ? Il serait alors plus prudent pour les dirigeants de la société émettrice d'intégrer un certain nombre de clauses dans les statuts disposant que les bénéfices dégagés par l'émission de « trackers » pourront être affectés aux autres activités de la société ou que dans cette situation le recours à la procédure de l'article 156 de la loi du 24 juillet 1966 est exclu.

Autre situation : à partir de quel moment une cession de l'activité tracée entraîne la réunion de l'assemblée spéciale de l'article 156 de la loi du 24 juillet 1966 ? Pour éviter ce problème, on stipulera par exemple, qu'il en sera ainsi dans le cas de la cessation d'un actif déterminé ou d'un fonds de commerce dont le chiffre d'affaires représentait un certain pourcentage du chiffre d'affaires total de la branche de référence.

L'idée qui a prévalu aux Etats-Unis dans ces sociétés a été de prévenir ce type de conflits. La protection des porteurs d'actions reflètes est assurée par la mise en place de règles de comportement entre les organes dirigeants de la société et les porteurs d'actions reflètes¹²⁸. Cette même idée d'arbitrage économique par les organes dirigeants de la société – en fonction de procédés contractuels prédéfinis - entre les différentes catégories d'actions doit présider lors de la création d'actions reflètes.

¹²⁸ Voir AT&T PROXY STATEMENT/PROSPECTUS (8 janvier 1999), p. 129 s.

La révélation de conflits potentiels entre catégories d'actions reflète

Les sociétés américaines qui ont le plus récemment émis des « tracking stocks » ont dans les documents visés par la S.E.C.¹²⁹ attiré l'attention des investisseurs sur les conflits potentiels entre les différentes catégories d'actions. Ces sociétés établissent des mises en garde et des règles de « gouvernement » qui sont portées à la connaissance des investisseurs¹³⁰. Ces derniers doivent s'engager en effet en connaissance de cause. Cette même obligation d'information doit s'appliquer aux sociétés de droit français de manière à prévenir tout conflit ultérieur.

Dans cette volonté de clarification des conflits potentiels, la société qui émet des actions reflète devra intégrer dans ses statuts ces dispositions spécifiques relatives aux différents arbitrages économiques qu'elle entend appliquer. De la même manière, les documents présentés à la COB – document de référence et note d'information – formant le « prospectus » devront mentionner les risques inhérents au mécanisme des actions reflète.

Toutes ces questions montrent que les stipulations statutaires – générant une inégalité entre les actionnaires - doivent être rédigées avec précision, afin d'éviter l'écueil de l'abus de majorité.

¹²⁹ Securities Exchange Commission. Equivalent de la Commission des Opérations de Bourse aux Etats-Unis.

¹³⁰ Voir les prospectus des sociétés Sprint, Quantum, AT&T visés par la SEC.

Conclusion

Au regard des analyses précédentes, il semble que les « tracking stocks » américaines puissent s'acclimater au droit français grâce au régime des actions de priorité. Les nombreux avantages qu'offre ce type de titres devraient susciter l'intérêt de bon nombre de sociétés « conglomérat » en France¹³¹. Cependant, un certain nombre de questions au plan juridique, économique et sociologique restent pour le moment en suspens.

Si le cadre juridique des actions reflètes semble défini au regard du droit français, il n'en demeure pas moins que l'essence même des actions reflètes soulève des incertitudes. L'intégration des « tracking stocks » par le biais du régime juridique des actions de priorité offre une sécurité certaine pour les sociétés émettrices d'actions reflètes. Toutefois, la divergence entre les intérêts financiers des différentes catégories d'actions d'une société « reflet » fait la force au plan économique de ce genre de sociétés mais aussi leur faiblesse au plan juridique. L'existence de conflits entre actionnaires de différentes catégories mérite d'être clairement soulignée. En un sens, les dirigeants décidant de créer des actions reflètes pourraient être comparés à des « pompiers pyromanes ».

De la même manière, les analyses économiques et financières sur les « tracking stocks » aux Etats-Unis sont loin d'être toutes enthousiastes¹³². La création de valeur serait loin d'être aussi systématique que certains le prétendent. Le Professeur Bruce Greenwald de la Columbia Business School qualifie les actions reflètes de « smokescreen ». De plus, la chute des actions ordinaires¹³³ traçant les autres

¹³¹ Emma Blake, Greg Keller et Dan Scott, *Europe readies for tracking stocks*, The Wall Street Journal, 28 août 2000. La banque d'affaires Goldman Sachs aurait déjà contacté 12 sociétés françaises intéressées par les « tracking stocks ».

¹³² Julia D'Souza et John Jacob, *Targeted stock : Value creation or financial engineering ?*, Johnson Graduate School of Management, Cornell University, décembre 1998 – John Elder et Petra Westra, *The reaction of security prices to tracking stock announcements*, Middlebury College, 9 août 1999.

¹³³ Actions qui *de facto* sont devenues des actions reflètes sur les autres activités de la société.

activités de la société consécutivement à l'émission d'actions reflètes n'est pas à écarter. Tout dépendra en effet de l'accueil réservé aux actions reflètes par les investisseurs.

En effet, quelle sera la réaction des investisseurs français face aux actions reflètes ? L'aléa entourant l'intérêt financier des actions reflètes est grand : il diminue, ou même disparaît, si l'activité décline ou ne donne pas les résultats escomptés. Mécanisme de prime abord complexe, l'admission d'actions reflètes à la cote d'un marché réglementé devra passer par une politique de communication financière savamment orchestrée de manière à familiariser les investisseurs avec ce nouveau produit. Ce type de produit ultra spéculatif correspond-t-il à l'attente des investisseurs français ? Déjà la société Alcatel a annoncé que leurs actions « O » seront principalement adressées aux investisseurs institutionnels américains¹³⁴.

« Hochet » à la mode entre les mains de quelques banquiers d'affaires et dirigeants de grandes sociétés ou véritable instrument financier, il est encore trop tôt pour le dire. Quoi qu'il en soit, le juriste recommande la prudence, sans quoi l'élixir de jouvence pourrait facilement tourner au vinaigre.

¹³⁴ Vincent Collen, *Alcatel publie des résultats semestriels en forte hausse*, Les Echos, 28 juillet 2000.