

**Agnès Baudry**

*Université Paris II Panthéon Assas*

# **LES ACTIONS DE PREFERENCE**

Sous la direction de Monsieur le Professeur Michel Germain

*Magistère Juriste d'Affaires - DESS - DJCE*

*Mai 2005*

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

# PLAN

<b>INTRODUCTION</b>	p.6
<b>PREMIERE PARTIE : La liberté pour l'émetteur de déterminer les caractéristiques de ses titres</b>	
<b><i>I. La nature de l'action de préférence</i></b>	p.13
<b>A. Une action</b>	p.13
<b>B. Une préférence ?</b>	
<b><i>1. Qu'est-ce qu'une préférence ?</i></b>	
a. le vocable de « préférence »	p.14
b. droit particulier et régime particulier	
c. la relativité de la préférence	
<b><i>2. La valorisation des actions de préférence</i></b>	p.17
<b><i>II. Droits particuliers attachés aux actions de préférence</i></b>	p.20
<b>A. Droits accordés dans la société émettrice</b>	
<b><i>1. Le droit de vote</i></b>	p.20
a. principe	
b. les différentes limites à la suppression du droit de vote	
c. le droit de veto	p.27
<b><i>2. Les droits pécuniaires</i></b>	
a. cadre juridique	
b. les préférences liées au paiement du dividende	
c. les autres préférences financières	
<b><i>3. Les autres droits envisageables</i></b>	p.31
a. des droits particuliers « de toute nature »	
b. créer des obligations ou restreindre les droits pour l'actionnaire de préférence	
<b>B. Droits accordés au sein du groupe</b>	p.35
<b><i>1. Les conditions à l'octroi d'un droit sur une autre société du groupe</i></b>	p.35
a. un pas de plus vers le droit des groupes	
b. conditions de fond	
c. conditions de forme	
<b><i>2. La nature des droits accordés</i></b>	p.37
a. droits politiques	
b. droits pécuniaires	

## **DEUXIEME PARTIE : Une réforme inaccomplie dans la définition du régime des actions de préférence**

### ***I. De la création à la disparition des actions de préférence***

#### **A. Emission des actions de préférence**

##### ***1. Les conditions classiques d'une augmentation de capital***

- a. la compétence de l'assemblée générale extraordinaire
- b. les interventions des commissaires aux comptes

##### ***2. Les procédures particulières à la création d'actions de préférence***

- a. la procédure des avantages particuliers
- b. la protection des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital

#### **B. Conversion et rachat**

##### ***1. La conversion des actions de préférence***

- a. une hypothèse particulière : la conversion des titres « en voie d'extinction » en actions de préférence
- b. modalités de conversion d'actions préexistantes en actions de préférence
- c. conversion d'actions de préférence dans une autre catégorie d'actions
- d. conversion d'actions de préférence entraînant réduction du capital social

##### ***2. Le rachat des actions de préférence***

- a. le principe du rachat
- b. modalités du rachat
- c. la variabilité du capital social

### ***II. La protection des porteurs d'actions de préférence***

#### **A. L'assemblée spéciale des titulaires d'actions de préférence**

##### ***1. L'assemblée spéciale des actionnaires d'une même catégorie***

##### ***2. L'information spéciale des porteurs d'actions de préférence par le rapport du commissaire aux comptes***

#### **B. La protection des porteurs d'actions de préférence en cas de fusion ou de scission**

##### ***1. L'échange des actions de préférence avec des titres équivalents dans la société bénéficiaire***

##### ***2. Une parité d'échange spécifique***

## **CONCLUSION**

## **BIBLIOGRAPHIE**



# INTRODUCTION

L'objectif donné à l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales<sup>1</sup>, est la « libéralisation des valeurs mobilières ». Le Rapport au Président de la République qui accompagne ce texte considère comme l'une des innovations les plus importantes la création de nouveaux titres de capital, appelés « actions de préférence ». Cette création est largement inspirée de plusieurs propositions et rapports, présentés par des associations telles que le Mouvement des entreprises de France (MEDEF)<sup>2</sup>, ou l'Association française des investisseurs en capital (AFIC)<sup>3</sup> par exemple.

L'ordonnance vise également à simplifier le droit des valeurs mobilières, conformément à l'habilitation reçue par la loi n° 2003-591 du 2 juillet 2003 ; les actions de préférence remplacent donc les « actions de priorité », les actions à dividende prioritaire sans droit de vote, et les certificats d'investissement, et offrent maintenant aux émetteurs la liberté de déterminer les droits qu'ils attachent à leurs titres, dans le cadre d'un régime unifié. Le nouveau système devrait rendre le droit français plus lisible et plus souple, notamment aux yeux des investisseurs étrangers.

La refonte du droit des valeurs mobilières ne peut qu'exister dans un cadre défini par plusieurs principes de droit des sociétés, ou bien devrait les réformer ou en constituer une exception expresse. Ainsi, au titre des grands principes du droit des sociétés français que le législateur a dû prendre en considération, on peut citer les principes d'égalité des actionnaires titulaires de titres d'une même catégorie, de proportionnalité entre le droit de vote et la fraction de capital détenue, la prohibition des clauses léonines.

Afin d'évaluer la solution apportée par l'ordonnance aux besoins des émetteurs, il convient de rappeler plus précisément le contexte dans lequel la réforme intervient, en insistant sur deux points : l'état du droit avant le nouveau texte, et les demandes des professionnels.

---

<sup>1</sup> JO du 26 juin 2004, p.1162.

<sup>2</sup> Rapport du MEDEF : Les actions de préférence : propositions du MEDEF pour une modernisation du droit des valeurs mobilières, DAJ, mai 2001.

<sup>3</sup> AFIC Commission Venture : Actions de préférence, 8 juillet 2003.

*1. Les possibilités offertes antérieurement, par le droit français, et par les systèmes étrangers :*

**a. Le droit français avant la réforme de juin 2004 :**

Le droit français proposait avant juin 2004 de nombreuses valeurs mobilières pour adapter les titres émis aux besoins des émetteurs et de leurs investisseurs. Une certaine liberté était à la disposition des entrepreneurs, dans le choix de la forme de société la plus adaptée, et dans l'utilisation des stipulations statutaires. Il existait donc plusieurs solutions pour conférer à un actionnaire des droits différents de ceux attachés aux actions ordinaires : droit de vote, droit à l'information, droit au dividende et au boni de liquidation, et le droit de ne pas être contraint à l'augmentation de ses engagements.

Plusieurs catégories d'actions étaient réglementées par le code de commerce, mais les différentes formules proposées n'ont connu qu'un faible succès.

Les actions de priorité étaient régies par l'ancien article L228-11 du code de commerce. Elles conféraient à leurs titulaires davantage de droits que les actions ordinaires, qu'il s'agisse de droits pécuniaires ou non. La formule était intéressante, mais on critiquait la rigueur du régime de création et de fonctionnement. L'incertitude quant à la nécessité de suivre la procédure des avantages particuliers des articles L225-8, L225-14 et L225-147 conduisait les praticiens à la respecter, pour plus de sécurité. L'inconvénient majeur tenait à la création d'une assemblée spéciale d'actionnaires prioritaires, devant être consultée en cas de modification des droits de ceux-ci. Or, le risque de modification est important, car de nombreuses décisions peuvent avoir un impact juridique, même indirectement, sur le respect des privilèges accordés. Enfin, la création d'actions de priorité donnant un avantage dans la répartition des bénéfices était interdite lorsqu'il existait des titres complexes, ce qui constituait un inconvénient majeur. La formule des actions de priorité n'a pas eu de succès, en particulier auprès des sociétés cotées, qui étaient réticentes au formalisme imposé par la création d'une catégorie d'actions, et d'une deuxième ligne de cotation.

Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote ont été créées en 1978, pour permettre un renforcement des capitaux propres, sans atteinte à l'équilibre des pouvoirs au sein des assemblées. Le droit de vote de ces actions était supprimé, et compensé par un droit prioritaire au dividende (défini très strictement) et au boni de liquidation. La création des actions à dividende prioritaire était subordonnée à la réalisation de bénéfices distribuables par la société au cours des deux exercices précédents. L'existence de titres complexes n'était pas un obstacle à l'émission, mais la procédure des avantages particuliers pouvait s'appliquer. Les

principaux inconvénients de la formule étaient la limitation de la proportion de ces actions dans le capital après émission, à un quart, et les contraintes procédurales pesant sur les modalités de rachat et de conversion. Bien entendu, une assemblée spéciale rassemblait les titulaires de ces titres.

Les certificats d'investissement étaient issus du fractionnement d'une action ordinaire en deux certificats : de droit de vote, et d'investissement. Le certificat d'investissement offrait à son titulaire les droits pécuniaires des actions ordinaires. Ils ne pouvaient représenter plus du quart du capital social. L'article L225-99 ne s'appliquait pas à ce produit, qui n'était pas considéré comme une catégorie de titres. Ils emportaient donc moins d'inconvénients procéduraux que les actions à dividende prioritaire, mais n'offraient pas de priorité dans le service des dividendes. Leur suppression automatique et la reformation d'une action ordinaire, en cas de réunion dans les mêmes mains de certificats complémentaires, les rendaient peu attractifs car peu souples.

La pratique avait également créé un nouveau titre, sur le modèle américain des *tracking stocks* : les actions traçantes, ou actions-reflet. Ces actions permettent d'accorder un dividende reflétant les performances économiques d'une branche d'activité, sans personnalité juridique. L'unique exemple des actions O de la société Alcatel a connu un échec, qui tient sans doute plus des mauvais résultats du sous-jacent, consécutifs au dégonflement de la bulle boursière concernant les nouvelles technologies, qu'aux caractéristiques juridiques de cette création. Néanmoins, la complexité de l'instrument (calcul du dividende, risque de potestativité), ont dissuadé les émetteurs de renouveler l'expérience.

Face aux limites du droit français des valeurs mobilières, les praticiens ont exploité le droit des sociétés. La stipulation d'avantages particuliers ne permet pas leur transmission en cas de cession des titres, mais a l'avantage de ne pas entraîner la création d'une catégorie de titres, avec les conséquences lourdes de gestion dues à celle-ci. Le recours à certaines formes de sociétés, comme la commandite par actions, permettent de dissocier capital et contrôle. La société par actions simplifiée (SAS) offre une grande souplesse, celle du contrat, avec éventuellement l'octroi d'un droit de vote multiple, des conditions de sortie favorisées... Mais la SAS ne peut pas être cotée. Le droit français avait donc certainement besoin d'être réformé, pour offrir aux émetteurs français des solutions déjà disponibles à l'étranger.

#### **b. Les valeurs mobilières étrangères :**

Le modèle affiché des actions de préférence est anglo-saxon, mais il existe en Europe de nombreuses constructions juridiques, permettant de dissocier contrôle et capital (par exemple

en Hollande avec l'utilisation des fondations de contrôle, ou en Suisse avec des aménagements du droit de vote), ou d'accorder des droits particuliers à certains actionnaires. Le droit américain distingue les actions ordinaires des *preferred shares*, qui sont définies dans les statuts. Chaque sous-catégorie de *preferred shares* est « labellisée », de manière à caractériser les droits qu'elle offre à son porteur. Aucune proportion en capital ne limite l'émission de ces actions. En ce qui concerne les émissions par des sociétés cotées, on qualifie souvent ces titres d'intermédiaires entre des titres de capital et des titres de créance, en raison de cette liberté dans la définition des droits attachés. Ainsi les *preferred shares* peuvent cumuler le service d'un dividende fixe et un droit de vote (au moins en cas de non paiement des dividendes, par exemple selon la loi du Delaware). Le rachat forcé des actions est également prisé par les actionnaires de sociétés cotées, y compris dans les *start-up*. Dans les sociétés non cotées, en particulier dans le capital-risque, c'est plutôt le droit à la conversion et la préférence sur le boni de liquidation qui constituent la préférence recherchée. Les *preferred shares* permettent d'intégrer la plupart de ces arrangements entre associés, quoique les pactes aient aussi leur importance, par exemple pour l'organisation de préférences dans la répartition du prix de cession des titres.

Le système apparaît souple à plusieurs titres : les statuts définissent librement les avantages conférés, déterminent le régime de conversion, de rachat des actions. La procédure française des avantages particuliers n'a pas d'équivalent en droit américain. Les lois des différents états laissent en général le soin aux statuts de prévoir dans quelles conditions les droits des actions de préférence peuvent être modifiés (accord éventuel d'une assemblée spéciale), et cette faculté est surtout utilisée dans les sociétés de capital-risque.

L'ancien droit français apparaît beaucoup plus rigide que certains exemples étrangers ; la réforme du droit des valeurs mobilières devait donc s'orienter vers une plus grande flexibilité, et surtout un formalisme moindre. Mais le modèle américain, qui connaît également quelques limites, n'est pas importable en droit français sans un aménagement, ou une révision de certains principes. L'analyse de la réforme doit prendre en compte les conséquences de celle-ci sur les concepts fondamentaux de droit des sociétés. Et cette réforme doit s'appuyer sur les besoins des praticiens et répondre à leurs interrogations.

## ***2. Les attentes des professionnels vis-à-vis des instruments financiers :***

L'ordonnance est issue d'un travail de *lobbying* exercé par plusieurs associations de professionnels. Mais on ne peut considérer que les besoins des différents émetteurs soient comparables. Un « droit adapté respectivement aux sociétés cotées et aux sociétés non cotées »<sup>4</sup> permettrait de mieux s'ajuster aux besoins particuliers de chacun. Ainsi, on peut distinguer entre sociétés cotées et non cotées, et, plus encore dans les sociétés non cotées, caractériser les demandes particulières des sociétés de capital-risque et de capital-développement, ou les questions soulevées par les problèmes de transmission d'entreprise, ou d'actionnariat salarié.

### **a. Les sociétés cotées :**

Les sociétés cotées sont soumises à une réglementation boursière stricte, qui double les contraintes du droit des sociétés. Ces dernières doivent donc être limitées au maximum pour que la création d'une deuxième ligne de cotation soit intéressante. En outre, le nouveau type de titre doit être reconnaissable pour le public, et avoir un fonctionnement simple. Les avantages pécuniaires sont sans doute les plus faciles à vendre sur le marché, et les moins susceptibles de contraindre la société dans son fonctionnement. Les sociétés cotées cherchent plutôt des produits standardisés qu'une individualisation des droits en fonction des attentes de l'actionnaire. Enfin, la liquidité du titre fait sa rentabilité pour l'émetteur ; il paraît donc difficile de restreindre la possibilité d'émettre des titres particuliers à une certaine quotité de capital.

### **b. Le capital-risque :**

Les sociétés de capital-risque sont confrontées à des problèmes spécifiques : la gestion reste dans les mains des fondateurs, mais des capitaux sont injectés massivement, parfois au cours de plusieurs tours de tables, pour permettre à la société de se développer. Le « décrochage » entre le contrôle et le capital doit donc être organisé. Mais les investisseurs ne donnent pas carte blanche aux fondateurs : ils doivent garder les moyens d'intervenir dans la gestion en cas de difficulté, de « reluer » leur participation lorsqu'un nouveau tour de table est rendu nécessaire par des pertes sociales, de sortir de la société en réalisant la plus-value escomptée. La relation des investisseurs s'effectue en pratique essentiellement au moyen de deux

---

<sup>4</sup> Projet commun MEDEF AFEP ANSA, Pour un droit moderne des sociétés, octobre 2003.

techniques : la promesse de cession de titres, accordée par le fondateur aux investisseurs, et le bon de souscription d'actions. De nombreuses conditions à l'investissement sont stipulées dans les *term sheets*, à valeur contractuelle, en particulier les mécanismes de conversion, et de garantie de valorisation en cas de liquidation, et même lors de la cession des titres. En effet, l'investisseur entend retirer une plus-value à sa sortie du capital, et se garantit donc au moins à hauteur de son investissement, par le biais de pactes. Les sociétés de capital-risque recherchent donc particulièrement un titre dont les conditions d'émission sont simples, même en présence de bons de souscription d'actions. La conversion du titre doit également être facilitée, pour assurer une relation des participations, éventuellement à plusieurs reprises. Le régime du titre doit pouvoir garantir une priorité sur le boni de liquidation, et peut-être un rachat à une certaine valeur, ou un mécanisme de garantie sur le prix, lorsque la cession sur le marché ne permet pas à l'investisseur de rentrer dans ses fonds. Deux considérations pratiques tempèrent les négociations entre fondateurs et investisseurs : l'investisseur est en position de force, et n'acceptera sans doute pas de recevoir un titre accordant moins de droits qu'une action ordinaire, et le coût de la mise en place et du fonctionnement de l'instrument financier ne doit pas être prohibitif par rapport aux constructions juridiques actuelles, compte tenu de la taille des sociétés concernées. A cet égard, la modification de certaines clauses, dans les statuts ou dans un pacte d'actionnaires, peut se révéler plus ou moins onéreuse (nécessité de modifier les statuts, donc rédaction de résolutions, réunion d'une assemblée générale extraordinaire, ou simple avenant à un contrat), et plus ou moins facile (modification à la majorité des deux tiers ou à l'unanimité). Chaque société devrait pouvoir composer avec ces différentes données.

**c. Le capital-développement et les opérations de *leveraged buy out* (LBO) :**

Les enjeux relatifs à la sortie du capital sont équivalents de ceux rencontrés dans le capital-risque. On peut imaginer qu'un titre facilite l'opération. La structure du *management package* pourrait être intégrée aux statuts par le biais de la description de ces titres. Mais de telles opérations ne nécessitent pas un traitement réellement différencié des actionnaires, puisqu'elles impliquent seulement des investisseurs, et souvent un investisseur unique. Le régime de ce titre doit donc être suffisamment souple pour présenter des avantages par rapport aux formules contractuelles préexistantes.

#### **d. La transmission d'entreprise :**

La transmission d'entreprise, notamment d'une entreprise familiale, peut conduire à une différenciation des pouvoirs de contrôle et du capital. Le fait d'attacher certains droits aux titres permettrait de faciliter leur transmission, éventuellement de génération en génération. Le recours à ce type de titres doit se révéler plus économique et plus facile qu'une transformation de société, en SAS ou en commandite par actions par exemple.

#### **e. L'actionnariat salarié :**

La loi de finances rectificative pour 2005 a modifié le code de commerce en ajoutant les articles L225-197-1 et suivants. Il est désormais possible d'attribuer gratuitement des actions aux salariés, ainsi qu'aux dirigeants. Il peut être intéressant pour les entreprises d'attribuer aux salariés des titres ayant des caractéristiques particulières, en plus ou en moins par rapport aux actions ordinaires. Si les salariés reversent leurs titres à un fonds commun de placement d'entreprise, lorsque les titres sont cotés, il est nécessaire que les titres en question soient liquides. En effet, cette condition est indispensable pour qu'un intermédiaire financier accepte de garantir un rendement à un fonds, puisque l'opération repose alors sur des dérivés-actions.

Les attentes des praticiens vis-à-vis de la réforme des valeurs mobilières étaient donc très diverses. La réconciliation des demandes se fait autour des idées de simplification des procédures, et d'adaptabilité des qualités des titres à leur utilisation. Si le nouveau titre est régi par la loi, il doit permettre une grande contractualisation de son régime. Les actions de préférence ne peuvent pas être utilisées dans toutes les sociétés de la même façon, mais leur adaptabilité permet d'y recourir dans des contextes variés.

Quels sont les apports théoriques et pratiques de la création des actions de préférence par l'ordonnance du 24 juin 2004 ? Il convient de les envisager au fil de l'analyse de la nature et du régime de cette nouvelle catégorie d'actions. Les actions de préférence semblent inaugurer une grande liberté statutaire, dans la définition des droits attachables aux titres. Mais leur régime reste marqué d'un certain classicisme, qui nuit peut-être à la cohérence de cette création.

Première partie – La liberté pour l'émetteur de déterminer les caractéristiques de ses titres.

Deuxième partie – Une réforme inaccomplie dans la définition du régime des actions de préférence.

## **PREMIERE PARTIE : LA LIBERTE POUR L'EMETTEUR DE DETERMINER LES CARACTERISTIQUES DE SES TITRES**

L'action de préférence est un titre de capital car elle confère à son porteur des droits différents de ceux accordés par les actions ordinaires (I), droits qui sont définis librement dans les statuts (II).

### ***La nature de l'action de préférence***

#### **A. Une action**

1. « Les actions de préférence sont... des actions »<sup>5</sup>. Cette évidence doit être énoncée, car il convient de les soumettre aux règles applicables aux actions ordinaires dans la mesure où les articles L228-11 et suivants du code de commerce n'y dérogent pas. Par exemple, puisque les actions de préférence constituent une catégorie d'actions, l'article L225-99 impose qu'une assemblée spéciale des titulaires d'actions de préférence se réunisse lorsque la société émettrice envisage de modifier les droits particuliers qui leur sont conférés<sup>6</sup>. Tout comme pour les actions ordinaires, la cession de ces actions emporte la transmission des droits qui leur sont attachés. Cela constitue un atout, par comparaison à la stipulation dans les statuts d'un avantage particulier pour un individu déterminé.

Les actions de préférence représentent une certaine quotité de capital social, qui doit être libérée par le souscripteur. Elles se distinguent de titres de créance, quoique certaines d'entre elles puissent être privées de droit de vote. En effet, l'article L228-11 généralise la possibilité d'installer une rupture entre la qualité d'associé et le droit de vote, à l'encontre des dispositions de l'article 1844 du code civil. La distinction avec les titres de créance, eux-mêmes réformés par l'ordonnance du 24 juin 2004, s'amenuise donc, surtout si l'on considère aussi la possibilité de prévoir le rachat des actions de préférence à une date déterminée, tel que le prévoit l'article L228-12. La distinction reste d'importance pourtant, vis-à-vis des

---

<sup>5</sup> Alain Viandier : Les actions de préférence (ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004, article 31), JCPE, n° 40, 30 septembre 2004, p.1529.

<sup>6</sup> Voir *infra* : l'assemblée spéciale des actionnaires d'une même catégorie (P2. II. A. 1.).

créanciers : en cas de rachat des actions de préférence entraînant une réduction de capital non motivée par des pertes, ceux-ci ont un droit d'opposition (L225-205 alinéa 2)<sup>7</sup>, de même qu'ils disposent d'un rang plus favorable en cas de procédure collective.

Les actions de préférence peuvent être émises par toutes sociétés par actions, puisque l'article L228-11 figure au sein du chapitre « *Des valeurs mobilières émises par des sociétés par actions* ». Sont concernées : les sociétés anonymes, les sociétés en commandite par actions, les sociétés par actions simplifiées. Jacques Mestre<sup>8</sup> y ajoute les sociétés coopératives de forme anonyme, ainsi que les sociétés d'exercice libéral, dès lors que les conditions de détention propres à ces sociétés sont respectées.

## **B. Une préférence ?**

### *1. Qu'est-ce qu'une préférence ?*

#### **a. Le vocable de « préférence »**

2. L'article L228-11 dispose que « *lors de la constitution de la société ou au cours de son existence, il peut être créé des actions de préférence, avec ou sans droit de vote, assorties de droits particuliers de toute nature, à titre temporaire ou permanent. Ces droits sont définis par les statuts dans le respect des dispositions des articles L225-10 et L225-122 à L225-125.* » Il convient de respecter également les principes généraux du droit des sociétés, et plus particulièrement le respect de l'intérêt social (articles 1833 du code civil, L242-6 du code de commerce), la prohibition des clauses léonines (article 1844-1 du code civil), l'interdiction de transformer les titres de capital en titres de créance (L228-91).

Le terme de « préférence » a été choisi par référence au modèle américain des *preferred shares*, quoique la traduction soit trompeuse quant à la nature et au régime de ces actions. L'appellation est d'autant plus impropre que, comme le précise le Rapport au Président de la République<sup>9</sup>, « *les droits sont entendus au sens générique du terme, les titres pouvant donc être dotés d'obligations particulières et faire l'objet de restrictions* ». Certains

---

<sup>7</sup> Voir *infra* : conversion et rachat des actions de préférence (P2. I. B.).

<sup>8</sup> Jacques Mestre : La réforme des valeurs mobilières, Revue Lamy droit des affaires, n° 78, janvier 2005, p.11.

<sup>9</sup> Rapport au Président de la République relatif à l'Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales (...), Ministère de la Justice, JO n° 175 du 30 juillet 2004, p.13577.

commentateurs<sup>10</sup> ont considéré toutefois que la préférence devait rester marquée par rapport aux actions ordinaires, et qu'en quelque sorte, les restrictions devaient être compensées par des avantages supérieurs : « l'action de préférence ne saurait se ramener à un antiprivilège »<sup>11</sup>. Cette interprétation est critiquée par une majorité d'auteurs<sup>12</sup>. Certaines dispositions de l'ordonnance valident la conception majoritaire : ainsi l'article L228-33 nouveau prévoit la création d'actions de préférence sans droit de vote « *et assorties des mêmes droits que les certificats d'investissement* », donc sans contrepartie à la suppression du droit de vote. Dans un aspect pratique, il semble impossible d'établir un « solde » entre droits et obligations accordés par un titre.

Il reste que le régime des actions de préférence, notamment l'application prévue par l'article L228-15, de la procédure des avantages particuliers en cas d'attribution des actions à une personne déterminée, semble plus justifié si l'on comprend la préférence comme un avantage. En effet, on imagine mal pourquoi les actionnaires devraient être particulièrement protégés en cas d'attribution d'actions de préférence aux droits réduits. Un auteur<sup>13</sup> considère que les actions de préférence ne peuvent comporter qu'un type de restriction, prévu par le texte : le droit de vote.

## **b. Droit particulier et régime particulier**

**3.** Il ne faudrait donc pas considérer que l'action de préférence est nécessairement plus avantageuse<sup>14</sup> qu'une action ordinaire, ni même qu'il faut que la société émette des actions ordinaires pour pouvoir émettre des actions de préférence. Le capital peut en effet n'être composé que d'actions de préférence<sup>15</sup>, ce qui est même envisagé par l'ordonnance, à l'article

---

<sup>10</sup> Alain Couret et Hervé Le Nabasque : Valeurs mobilières – Augmentations de capital, Nouveau régime, édition Francis Lefèbvre, 2004, n° 504-8 ; Daniel Ohl : Aspects de la réforme du droit des valeurs mobilières, Joly Bourse, novembre-décembre 2004, §149, p.689 ; et d'une manière moins tranchée : Jacques Mestre : La réforme des valeurs mobilières, Revue Lamy droit des affaires, n° 78, janvier 2005, p.11.

<sup>11</sup> Alain Couret et Hervé Le Nabasque : Valeurs mobilières – Augmentations de capital, Nouveau régime, édition Francis Lefèbvre, 2004, n° 504-8.

<sup>12</sup> Michel Germain : L'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales, JCP, n° 38, 15 septembre 2004, p.1566 ; Alain Viandier : Les actions de préférence (ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004, article 31), JCPE, n° 40, 30 septembre 2004, p.1529 ; France Drummond : Un nouveau principe : la liberté d'émettre « toutes valeurs mobilières », Revue de droit bancaire et financier n° 5, septembre-octobre 2005, p.361 ; Comité juridique de l'ANSA n° 04-077 ; Bruno Pichard : Quels droits pour les actions dites de préférence ? , Les Petites Affiches, 21 janvier 2005, n° 15, p.7.

<sup>13</sup> Bruno Pichard : Quels droits pour les actions dites de préférence ? , Les Petites Affiches, 21 janvier 2005 n° 15, p.7

<sup>14</sup> Le terme d' « avantage » existait dans l'ancien article L228-11, s'agissant des actions de priorité. Sa disparition incite à retenir une interprétation dualiste.

<sup>15</sup> Michel Germain : La création et la disparition des actions de préférence, Revue de droit bancaire et financier, n° 5, septembre-octobre 2004, p.367 ; Véronique Magnier : Les actions de préférence : à qui profite la préférence ? , Recueil Dalloz 2004, Chroniques p.2559.

L228-15. Selon cet article, les actionnaires peuvent voter la transformation de toutes leurs actions en actions de préférence, et dans ce cas, la procédure des avantages particuliers ne joue pas. Pour autant, les actions de préférence ne peuvent être qualifiées comme telles qu'à la condition que les droits qu'elles confèrent ne soient pas absolument similaires à ceux des actions ordinaires, et que la particularité de ces droits ne tienne pas uniquement à l'application du régime des actions de préférence. Le régime découle de la qualification, et non l'inverse. Mais il paraît délicat de tracer une ligne entre un droit particulier, et une modalité de régime : par exemple, le droit au rachat de l'article L228-12 est-il un droit particulier, ou la simple application du texte ? Le caractère vague des termes « droits particuliers » ne permet pas de trancher la question catégoriquement. On pourrait considérer que la précision d'une simple possibilité, ou l'organisation de modalités particulières pour la mise en œuvre du régime des actions de préférence, emporte la qualification d'action de préférence.

Les actions de préférence offrent la possibilité d'être converties, selon l'article L228-14, en actions ordinaires ou de préférence, ce qui était une des attentes importantes des praticiens vis-à-vis de la réforme<sup>16</sup>. La conversion est particulièrement intéressante en matière de capital-risque, dans l'objectif de protéger les investisseurs contre la dilution de leurs actions en cas de nouveau « tour de table ». Avant la création des actions de préférence, cette protection pouvait être assurée par plusieurs moyens. Ainsi, des promesses de vente ont pu être consenties par les fondateurs de la société, ce qui les pénalise, à mesure qu'ils voudront faire appel aux investisseurs. L'émission de bons de souscription d'actions (*ratchet*), et l'émission d'obligations convertibles ou remboursables en actions ont plusieurs inconvénients, pour la société comme pour l'investisseur. En effet, la société est soumise au risque de devoir rembourser les obligations qui seraient émises ; l'investisseur n'est pas nécessairement satisfait par un titre qu'il doit payer, sans disposer d'un droit de vote en contrepartie, et tout en ayant la charge d'un investissement supplémentaire à la conversion. Les bons de souscription d'actions aident à « reluer » un investisseur, mais accentuent dans le même mouvement la dilution du capital. De plus, chaque type de bon ne permet la garantie que d'un type de droit : une répartition prioritaire en cas de cession, de fusion ou de liquidation de la société, ce qui entraîne leur multiplication, alors que l'action de préférence peut *a priori* assurer toutes les fonctions, dès l'origine. Les nouveaux titres peuvent aujourd'hui inclure le *ratchet*, c'est-à-dire les modalités de la conversion des actions de préférence d'origine, en actions ordinaires, ou en une nouvelle catégorie d'actions de

---

<sup>16</sup> AFIC Commission Venture : Actions de préférence, 8 juillet 2003, Olivier Edwards : Les actions convertibles : nous l'avons rêvé..., Capital Finance, n° 716, 28 juin 2004, p.8.

préférence en prévision d'appel de fonds ultérieurs<sup>17</sup>. On peut alors considérer que la stipulation d'un *ratchet* selon des modalités particulières permet de qualifier l'action d'action de préférence, et ne constitue pas une qualification abusive dans l'unique but de bénéficier du régime prévu par l'ordonnance.

### **c. La relativité de la préférence**

4. Peut-il encore y avoir des actions ordinaires lorsqu'il existe des actions de préférence ? L'émission d'actions de préférence peut entraîner l'existence au sein d'une même société de deux catégories d'actions, au moins, dont l'une est constituée d'actions ordinaires. On peut s'interroger sur l'effet de la création de certains types d'actions de préférence sur la nature des actions ordinaires. Si l'on considère par exemple une attribution prioritaire et exclusive de dividendes aux titulaires d'actions de préférence, jusqu'à un certain plafond, ne faut-il pas considérer que les actions ordinaires sont devenues semblables à des actions de préférence qui seraient privées de droit au dividende jusqu'à ce plafond<sup>18</sup>? Les droits de chacune des catégories d'actions seraient définis « en creux » par rapport aux autres. Il semble que ce raisonnement aille trop loin, le législateur ayant considéré que la coexistence d'actions ordinaires et d'actions de préférence était possible (par exemple, la possibilité d'attribuer des actions ordinaires en paiement du dividende selon l'article L228-18). Avant même la création des actions de préférence, l'émission d'actions à dividende prioritaire n'ôtait aucun droit aux actions ordinaires. Si la création d'un droit supplémentaire pour un actionnaire entraîne le plus souvent une restriction économique des droits des autres, elle ne modifie pas la nature juridique des actions.

## ***2. La valorisation des actions de préférence***

5. L'ordonnance permet d'attacher directement aux titres des droits non pécuniaires, ce qui suscite des interrogations quant à la valorisation qui sera retenue pour ceux-ci. Ce principe va faciliter certaines opérations de cession de titres, sur le plan fiscal. Ainsi, en matière de capital-risque, la cession de la société entraînait un transfert de titres de même catégorie, mais appartenant à un fondateur ou à un investisseur. Or bien souvent, l'investisseur disposait d'une garantie sur le prix de cette cession. Le versement du prix n'était donc pas réparti de

---

<sup>17</sup> Pour les modalités de la conversion, voir *infra* (P2. I. B. 1.).

<sup>18</sup> Bruno Pichard : Quels droits pour les actions dites de préférence ? , Les Petites Affiches, 21 janvier 2005, n° 15, p.7.

manière égalitaire entre fondateurs et investisseurs, lorsqu'ils vendaient leurs titres à un même acquéreur. Le risque était grand pour le fondateur d'être imposé sur la valeur qu'il aurait dû recevoir. On pouvait craindre aussi les qualifications de prix dérisoire ou vil. La distinction des catégories de titres grâce aux actions de préférence permet d'éviter ce risque fiscal et de justifier des disparités importantes de prix, entre actions ordinaires et actions de préférence. Ce raisonnement serait remis en cause en cas de perte des droits particuliers au moment de la cession, puisque la différence de prix est justifiée par la différence de qualité des actions. On peut enfin tempérer ce jugement, par l'évocation de la complexité de stipuler une répartition préférentielle du prix, en particulier lorsqu'il existe plusieurs catégories d'actions. Le recours aux actions de préférence pour bâtir ces « cathédrales » juridiques et économiques est sans doute inadapté.

La valorisation des actions de préférence dépend des droits particuliers qui leur sont attachés. Or ces droits sont de nature très variée, et leurs combinaisons sont infinies.

## ***Droits particuliers attachés aux actions de préférence***

Les actions de préférence peuvent accorder des droits particuliers dans la société émettrice (A), mais aussi à l'encontre de sociétés appartenant au même groupe que l'émettrice, à certaines conditions (B).

### **A. Droits accordés dans la société émettrice**

#### ***1. Le droit de vote***

##### **a. Principe**

**6. Le droit de vote.** L'article L228-11 évoque principalement l'aménagement du droit de vote dans la création d'actions de préférence : « *Le droit de vote peut être aménagé pour un délai déterminé ou déterminable. Il peut être suspendu pour une durée déterminée ou déterminable ou supprimé* ». L'ordonnance permet donc une grande souplesse : de l'attribution classique d'un droit de vote par action à la suppression complète, en passant par un vote à éclipse.

Cette « révolution du droit de vote »<sup>19</sup> avait été annoncée par plusieurs auteurs<sup>20</sup>, et déjà mise en pratique depuis 1978 avec les actions à dividende prioritaire sans droit de vote, et dans une certaine mesure, en 1983 par les certificats de vote. Elle permet une approche économique du pouvoir en droit des sociétés, qui rompt avec la vision classiquement proposée de la société comme petite démocratie<sup>21</sup>.

En fait, la liberté proposée par l'ordonnance est toute relative, puisque elle doit s'exprimer dans le respect des articles L225-122 à L225-125, et que le texte prévoit des limites quant à la proportion d'actions sans droit de vote par rapport au capital social. L'occasion du droit de vote multiple est manquée, et avec elle des financements en actions et obligations convertibles, combinées pour satisfaire les investisseurs en leur accordant une plus grande sécurité tout en leur accordant un pouvoir politique.

**7. Proportionnalité.** L'article L228-11 renvoie au principe de proportionnalité du droit de vote exprimé à l'article L225-122. Le droit de vote correspond à une part dans le capital social et ne peut se détacher de celle-ci, ce qui marque la différence entre les actions de préférence et les certificats de vote. On ne peut donc envisager d'accorder une fraction de vote à une action, afin de réduire le poids politique du vote. Selon un auteur, on ne peut pas non plus plafonner le droit de vote des seuls titulaires d'actions de préférence, l'article L225-125 exigeant que le plafond soit étendu à toutes les actions sans distinction<sup>22</sup>. Mais Jacques Mestre et Thibaut Massart soutiennent une position contraire<sup>23</sup>.

De plus, un droit de vote est lié à une action à valeur nominale déterminée, ce qui marque une limite des actions de préférence par rapport à la liberté offerte dans la SAS<sup>24</sup> par exemple. Une action de préférence ne peut donner droit à un droit de vote multiple, ni même à un droit

---

<sup>19</sup> Jean-Jacques Daigre : L'aménagement du droit de vote, Revue de droit bancaire et financier, n° 5, septembre-octobre 2004, p.364.

<sup>20</sup> André Percerou : Lois actuelles et projets récents en matière de sociétés par actions, thèse Paris 1932 ; Claude Champaud : Le pouvoir de concentration de la société par actions, Sirey, 1962, p.27 s. ; Michel Jeantin : Catégories d'actions, Recueil Dalloz 1995, Chroniques p.88 ; Alain Viandier : La notion d'associé, LGDJ, 1978, Bibliothèque de droit privé, t.156, n° 197 ; Observations sur les conventions de vote, JCP, 1986, I, 3253 ; Philippe Merle, Droit commercial, Sociétés commerciales, Précis Dalloz, 8ème édition, 2001, n° 306 et suivants.

<sup>21</sup> Voir Michel Germain : Traité de droit commercial, t.1 volume 2 : Les sociétés commerciales, 2002, 18<sup>ème</sup> édition, n° 1388.

<sup>22</sup> Renée Kaddouch : La clause statutaire de plafonnement des voix, JCPE, n° 15-16, 14 avril 2004, p.656.

<sup>23</sup> Jacques Mestre : Les actions de préférence, Revue Lamy droit des affaires, n° 78, janvier 2005, p.11 ; Thibaut Massart : Les actions de préférence et la question du droit de vote, Droit et patrimoine 2004, n° 130, p.84.

<sup>24</sup> Dans une SAS, les statuts peuvent accorder un droit de vote plural. Ainsi, le recours aux actions de préférence dans une SAS présente peu d'intérêt, car il contraint au respect d'un régime légal précis, quand la répartition des pouvoirs dans la SAS fait primer la liberté contractuelle. Contra : pour une exclusion des articles L225-122 à 125 en cas d'émission d'actions de préférence dans la SAS : Jacques Mestre : La réforme des valeurs mobilières, Revue Lamy droit des affaires, n° 78, janvier 2005.

de vote double. Le droit de vote double reste soumis aux articles L225-123 et 124<sup>25</sup>. La pratique américaine du cumul des droits de vote (*cumulative votes*) n'est pas non plus envisageable.

**8. Démembrement.** L'article L225-110 prévoit une disposition supplétive de répartition du droit de vote en cas de démembrement de la propriété de l'action. La jurisprudence<sup>26</sup> encadre les aménagements envisageables : ils doivent être opérés dans le respect de l'article 1844 du code civil selon lequel « *tout associé a le droit de participer aux décisions collectives et de voter* ». De plus, l'arrêt du 31 mars 2004<sup>27</sup> réserve à l'usufruitier « les prérogatives essentielles » des droits d'user de la chose et d'en recevoir les fruits. Ce droit implique notamment, en matière d'action, le droit de voter la distribution des dividendes. Cette dernière décision est fondée sur l'article 578 du code civil, qui est une disposition d'ordre public.

Selon Jean-Jacques Daigre<sup>28</sup>, il convient donc de retenir deux limites à la liberté de répartition des pouvoirs entre propriétaires : l'usufruitier garde le droit de voter sur la distribution des dividendes, et ne doit pas entamer le capital du nu-propriétaire, ce qui revient à conférer à ce dernier le droit préférentiel de souscription, ainsi que le vote dans les décisions d'assemblées relatives au maintien ou à la suppression de ce vote.

**9. Droit de vote à éclipse(s).** L'article L228-11 permet un aménagement du droit de vote dans le temps : « *Le droit de vote peut être aménagé pour un délai déterminé ou déterminable. Il peut être suspendu pour une durée déterminée ou déterminable ou supprimé.* ». La « déterminabilité » de cette durée ou ce délai laisse entendre que l'on puisse borner la période par des événements précis, dès lors, bien entendu, que l'événement déclencheur du droit de vote ne dépend pas de la seule volonté de la société. On peut donc créer une action avec droit de vote « à éclipse », comme on a pu parler de droit au dividende à éclipse. Cette latence peut intervenir jusqu'à un moment déterminé, ou à partir de ce moment, ou encore de manière ponctuelle, c'est-à-dire entre deux événements. La possibilité paraît intéressante dans plusieurs situations, lorsque la société se trouve à un instant charnière de son existence.

---

<sup>25</sup> Voir contra : Thibaut Massart : Les actions de préférence et la question du droit de vote, Droit et patrimoine 2004, n° 130, p.84.

<sup>26</sup> Cass. Com., 9 février 1999, Bulletin Joly 1999 §122 p.566, Jean-Jacques Daigre.

<sup>27</sup> Cass. Com. 31 mars 2004, JCPE 2004, n° 929, p.1001. Voir aussi Cass. Com. 22 février 2005, n° 03-17421, inédit.

<sup>28</sup> Jean-Jacques Daigre : L'aménagement du droit de vote, Revue de droit bancaire et financier, n° 5, septembre-octobre 2004, p.364.

**1) suspension jusqu'à un événement particulier :** Ainsi, dans le cas de la suspension du vote *jusqu'à* un événement particulier, on peut songer aux sociétés de capital-risque. S'il est peu probable qu'un investisseur, en position de force, souhaite se départir d'un droit de vote (et préférera plutôt s'abstenir de voter), il peut pousser le fondateur, majoritaire, à limiter le sien jusqu'à la sortie de l'investisseur. La distribution d'actions de préférence sans droit de vote au fondateur permet de rééquilibrer les pouvoirs de décision, afin que l'investisseur se garantisse sur l'évolution politique de la société. Dans toute société commerciale, la suspension du droit de vote peut prendre effet également à la réalisation d'une condition par l'actionnaire : retraite, prise de participation dans une société concurrente<sup>29</sup>.

**2) suspension à partir d'un événement particulier :** On peut aussi envisager une date déterminée *à partir* de laquelle joue le droit de vote, ou plutôt fixer un événement rendant la date d'entrée en vigueur de ce droit, par exemple, si aucun dividende n'a été distribué pendant un ou plusieurs exercices, comme c'était le cas dans le régime des actions à dividende prioritaire sans droit de vote. On peut encore considérer que le déclenchement du droit de vote d'une action de préférence s'opère à partir d'une certaine durée de détention (clause de stage), comme le droit de vote double peut récompenser un actionnaire resté plus de deux ans dans la société (L225-123).

**3) application à l'OPA :** Il paraît intéressant de s'interroger sur l'utilisation de cette possibilité, comme moyen de défense dans le cadre d'offres publiques. En effet, rien n'empêche de considérer que la publication d'une offre hostile constitue une date déterminable, puisqu'elle repose sur un élément extérieur à la volonté de la société (ou de l'actionnaire). Placée dans des mains « amies », en fait majoritaires, les actions de préférence constitueraient une arme redoutable, d'autant plus dissuasive que les caractéristiques des actions figurent dans les statuts. Mais cette hypothèse ne se heurte-t-elle pas au droit des offres publiques ?

La directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition prévoit dans son article 9 une restriction des pouvoirs de l'organe d'administration ou de direction de la société cible : il ne peut entreprendre toute action susceptible de faire échouer l'offre, sauf à y être autorisé par l'assemblée générale. Cette mesure vise à empêcher les dirigeants de faire obstacle à une offre favorable à leurs actionnaires, mais qui menace directement leur pouvoir. La directive instaure la même approbation des actionnaires pour la simple mise en œuvre de décisions qui ne s'inscrivent

---

<sup>29</sup> Jean-Jacques Daigre : L'aménagement du droit de vote, Journal des sociétés, n° 13, septembre 2004, p.5.

pas dans le cours normal des activités de la société et ayant un effet similaire. On peut s'interroger sur l'application de cette disposition en cas d'entrée en vigueur des droits de vote attachés aux actions de préférence à l'occasion du lancement d'une OPA à l'encontre de l'émettrice. Il est probable que la directive ne joue pas, car il ne s'agit pas de la mise en œuvre d'une décision du conseil d'administration, mais bien d'une décision de l'assemblée au travers des statuts, et cela même en cas de délégation de pouvoir conforme aux articles L225-129-1 et L225-129-2. Les actions de préférence constitueraient donc une nouvelle arme anti-OPA efficace.

**10. Droit de vote limité à certaines décisions.** Le texte n'envisage pas expressément cette possibilité. Mais les auteurs s'accordent pour que le droit de vote ne puisse jouer que pour certaines décisions, ou dans une assemblée particulière : Thibaut Massart, par exemple, propose une combinaison de l'article L228-11 avec l'article L225-125<sup>30</sup> pour fonder cet aménagement. Les titulaires d'actions de préférence pourraient également voir leurs droits de vote « plafonnés » pour ces décisions<sup>31</sup>, dès lors que ce plafond s'applique également au sein d'une même catégorie d'actions.

**11. Articulation avec le démembrement du droit de vote.** Lorsque l'action de préférence est dépourvue de droit de vote, le nu-proprétaire et l'usufruitier sont encore dans une situation équilibrée. Mais en cas de droit de vote limité à certaines décisions, la question de la répartition des droits se pose à nouveau. Les limites énoncées plus haut semblent devoir s'appliquer. En cas de restriction du droit de vote aux seules décisions concernant la distribution de dividendes par exemple, on pourrait considérer qu'un démembrement de propriété n'est pas envisageable, le nu-proprétaire ne disposant d'aucun droit de vote. Pourtant, la création des actions de préférence, qui réservent la possibilité de supprimer totalement le droit de vote d'un actionnaire, pourrait avoir bouleversé le droit des sociétés au point de permettre un tel démembrement. En fait, le nu-proprétaire serait toujours considéré comme actionnaire, ce qui lui laisserait certains droits à l'encontre de la société, comme le droit de participer (sans voter, mais par sa présence et ses interventions dans les délibérations) aux décisions collectives, le droit d'adresser des questions écrites aux dirigeants, ou éventuellement le droit de faire mandater par décision de justice un expert de gestion notamment.

---

<sup>30</sup> Thibaut Massart, précité n° 4.

<sup>31</sup> Jacques Mestre : La réforme des valeurs mobilières, Revue Lamy droit des affaires, n° 78, janvier 2005, p.11.

## **b. Les différentes limites à la suppression du droit de vote**

**12. Limites juridiques à la suppression du droit de vote.** La possibilité de supprimer le droit de vote d'actions nouvelles est particulièrement intéressante dans le cas d'un apport massif de fonds, qui risquerait sans cette souplesse, de bouleverser les majorités détenues par les actionnaires préexistants, et donc de changer complètement le visage de la société<sup>32</sup>. Mais le décrochage entre capital et pouvoir n'est pas absolu.

**1) base de calcul :** L'alinéa 3 de l'article L228-11 dispose que « *les actions de préférence sans droit de vote ne peuvent représenter plus de la moitié du capital social, et dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, plus du quart du capital social.* ». Il convient de faire également référence à l'article L228-29-10, qui prévoit la prise en compte, pour ce calcul, des actions à dividende prioritaire sans droit de vote et des certificats d'investissement existant encore dans la société. Alain Viandier<sup>33</sup> considère également qu'il faut y inclure les actions dont le droit de vote est suspendu légalement, comme en cas de détention d'actions propres, ou d'auto-contrôle, ou de défaut de déclaration de franchissement de seuils.

Au-delà de cette précision, on peut s'interroger sur le calcul de ces plafonds vis-à-vis des actions de préférence elles-mêmes. La question est d'autant plus importante, qu'il faut prendre en compte ces plafonds à la fois lors de la création des actions de préférence, mais aussi lors de toute modification de la composition ou du montant du capital social, au risque d'encourir la nullité de la décision d'augmentation ou de réduction. Et quelle conséquence, lorsque la proportion d'actions sans droit de vote augmente suite à une suspension légale du droit de vote, telle qu'envisagée plus haut ? Le texte ne semble pas aller aussi loin, ne tenant compte que des émissions nouvelles. On pourrait imaginer la nullité de la cession de titres, ou, de manière plus radicale, du plan de rachat d'actions, qui n'a pas tenu compte de cette limite.

La doctrine a envisagé plusieurs comptabilisations possibles des actions de préférence sans droit de vote, notamment au sein du comité juridique de l'ANSA<sup>34</sup>. Ainsi, une action de préférence pourrait être incluse dans les actions sans droit de vote si le droit de vote qui y est attaché est suspendu pour une certaine durée. L'ANSA considère également que les actions privées de droit de vote aux AGO devraient être considérées comme privées de droit de vote

---

<sup>32</sup> Philippe Torre : Les actions de préférence dans les sociétés anonymes, *Private equity magazine*, n° 1, novembre 2004.

<sup>33</sup> Alain Viandier : Les actions de préférence (ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004, article 31), *JCPE*, n° 40, 30 septembre 2004, p.1528.

<sup>34</sup> Comité juridique de l'ANSA, n° 04-077.

pour ce calcul. De façon générale, on retient que tout aménagement du droit de vote, même s'il ne s'agit pas à proprement parler d'une suppression de ce droit, entraîne la comptabilisation de l'action comme action privée de droit de vote<sup>35</sup>. Ce jugement est discutable en cas de droit de vote temporaire, mais qui s'exercerait « complètement ». Il faudrait alors se projeter dans l'avenir à l'émission, pour s'assurer qu'à tous moments, la proportion sera respectée.

**2) inconvénient de la limite :** La limitation de la proportion d'actions de préférence sans droit de vote au quart du capital social freinera sans doute leur utilisation par les sociétés cotées. En fait, la création d'actions de préférence était recherchée par certains praticiens pour que des performances proches d'un titre obligataire soient assurées par un titre de capital. Les actions de préférence auraient permis de satisfaire le ratio prudentiel de solvabilité dit ratio Cooke, établi par le Comité de Bâle. Ce ratio limite l'endettement des banques et compagnies financières, de sorte que leurs fonds propres doivent toujours correspondre à un minimum de 8 % de leur risque. Les actions de préférence auraient favorisé des montages financiers internationaux visant à remplir cette condition. Mais la limitation de l'émission d'actions de préférence sans droit de vote, assimilables à des obligations selon les qualifications juridiques disponibles dans différents systèmes de droit, soulève des doutes sur la liquidité que pourraient avoir ces titres. L'opération se révèle donc plus incertaine pour les financiers que des structures déjà éprouvées, reposant sur des titres super-subordonnés par exemple.

### **13. Limites stratégiques à la suppression du droit de vote.**

**1) par rapport aux actionnaires en général :** La plupart des actionnaires individuels n'exercent pas leur pouvoir politique. On pourrait donc considérer que la suppression du droit de vote n'entamera pas l'intérêt des « petits porteurs », puisque ceux-ci recherchent davantage un placement qu'un pouvoir. Cependant, l'exemple des anciens certificats d'investissement a démontré qu'un titre sans droit de vote n'a pas la popularité d'une action ordinaire. Les certificats d'investissement avaient une valeur de marché bien souvent inférieure aux titres ordinaires, alors même que le droit de vote n'avait pas de réelle valeur ajoutée pour les actionnaires individuels qui ne l'utilisaient pas. En outre, les certificats d'investissement souffraient d'une liquidité médiocre, à la fois cause et conséquence du désintérêt du public

---

<sup>35</sup> Michel Germain : L'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales, JCP, n° 38, 15 septembre 2004, p.1566 ; Alain Viandier : Les actions de préférence (ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004, article 31), JCPE, n° 40, 30 septembre 2004, p.1528 ; Jean-Jacques Daigre : L'aménagement du droit de vote, Revue de droit bancaire et financier, n° 5, septembre-octobre 2004, p.364 .

pour la formule. On peut craindre que les actions de préférence sans droit de vote cotées ne pâtissent des mêmes problèmes. Elles seraient d'autant plus dangereuses pour l'émetteur, que l'article L228-20 prévoit la possibilité d'un remboursement forcé des actions de préférence cotées en cas d'illiquidité du marché, lorsque les statuts le prévoient.

**2) pour les salariés :** La société peut trouver de l'intérêt à distribuer à ses salariés des actions de préférence sans droit de vote, ou avec un droit de vote aménagé, par l'intermédiaire d'un fonds commun de placement d'entreprise, ou directement (par stock-options ou attribution gratuite d'actions). L'affaire de l'OPA sur Paribas opposant BNP et la Société Générale a montré que l'actionnariat salarié constitue un moyen de défense relativement fiable contre une offre publique hostile ; mais les dirigeants peuvent voir d'un œil moins favorable la participation des salariés à certaines décisions. Il est évident, néanmoins, que l'entreprise ne peut accorder à ses salariés des titres de second ordre sur le plan politique, quoiqu'elle puisse compenser cet inconvénient par des avantages financiers.

**3) pour les actionnaires étrangers :** Un raisonnement équivalent peut être adopté vis-à-vis de l'actionnariat étranger. En effet, le code de commerce permet une discrimination en matière de droit de vote double, sur un critère de nationalité. On peut s'interroger sur les enjeux en matière de compatibilité des statuts avec le droit communautaire, lorsqu'une telle possibilité est exploitée par une société. En effet, l'article 56 du traité instituant la Communauté Européenne pourrait condamner une stipulation des statuts en ce sens<sup>36</sup>. Sur le modèle du droit de vote double, les sociétés pourraient être tentées de refuser aux actionnaires étrangers un droit de vote, en réservant la souscription des actions de préférence ou en suspendant le droit de vote qu'elles confèrent en cas de détention par un actionnaire étranger. Mais ce serait risquer une condamnation pénale pour discrimination sur le fondement de l'article 225-1 du code pénal, et oublier que l'essentiel des investisseurs du marché français est constitué des fonds étrangers (*mutual funds* américains notamment). Une telle discrimination déclencherait les foudres du marché. La psychologie des actionnaires est à prendre en considération en cas de suppression du droit de vote : les actions de préférence mettent en cause un symbole fort. La réglementation américaine impose également aux fonds gérant l'épargne collective investie en actions d'exercer leurs droits de vote, depuis 1988, obligation étendue aux investissements à l'étranger en juillet 1994.

---

<sup>36</sup> L'article 56 du TCE interdit toutes les mesures susceptibles d'entraver la libre circulation des capitaux entre états membres ainsi qu'entre état membre et pays tiers à l'Union européenne. Mais il semble que l'article 57 permette une dérogation en l'espèce.

### c. Le droit de veto

**14. Droit de veto.** La question du droit de veto se rattache au droit de vote, en ce qu'un veto, plus qu'un vote multiple, assure à une personne le pouvoir de décider seule, ou plus exactement d'empêcher une décision, même contre une majorité. On comprend dès lors que de nombreux auteurs soient réticents à l'idée qu'une action de préférence puisse accorder un tel droit à un actionnaire. Pour analyser les enjeux de la question, il convient de distinguer selon que le droit de veto pourrait s'appliquer dans le cadre d'une assemblée générale d'actionnaires, ou au sein du conseil d'administration ou de surveillance.

**1) assemblées d'actionnaires :** Au sein des assemblées d'actionnaires, les règles de majorité (L225-96 et L225-98) sont en principe d'ordre public<sup>37</sup>. Il paraît donc difficile de faire une interprétation extensive de l'article L228-11, faute de disposition expresse consacrant le droit de veto. De plus, le droit de veto d'un actionnaire porte atteinte aux droits de vote des autres actionnaires. Or, mises à part les actions de préférence, toutes les actions confèrent un droit de vote à leur propriétaire. On pourrait peut-être prévoir un tel droit de veto dans un cas particulier : lorsque toutes les actions de la société sont des actions de préférence, et que les statuts prévoient une suspension particulière du droit de vote, en cas d'opposition d'un actionnaire titulaire d'une catégorie particulière d'actions de préférence donnant droit de veto. Cette suspension particulière du droit de vote des titulaires d'action de préférence, si elle est décidée après la souscription, doit être acceptée par tous les actionnaires concernés.

La loi prévoit des dispositions spéciales, protectrices des titulaires d'actions de préférence lors de certains événements sociétaires, notamment en cas de fusion avec une société bénéficiaire n'offrant pas de droits financiers équivalents à l'échange. Dans ce cas, l'assemblée spéciale des actionnaires privilégiés doit autoriser l'opération. Pour certains auteurs<sup>38</sup>, il s'agirait d'un droit de veto, au moins provisoire.

**2) au sein du conseil :** Le rapport du MEDEF<sup>39</sup> proposait l'attribution, à un administrateur représentant les titulaires d'actions de préférence<sup>40</sup>, d'un droit de veto sur certaines décisions du conseil d'administration. A première vue, il paraît étonnant qu'une action puisse conférer un droit dans un organe de direction, c'est-à-dire, dans un champ différent des purs droits

---

<sup>37</sup> Il convient de réserver le cas des SAS, dans lesquelles un droit de veto peut être conféré à un actionnaire, même au sein d'une assemblée. En effet, les règles de majorité définies aux articles L225-96 et L225-98 ne sont pas applicables à ce type de société.

<sup>38</sup> Françoise Monod et Roy Arakelian : Droits nouveaux attachés aux actions de préférence en cas de fusion : une solution pour les « *liquidation preferences* », Décideurs : Stratégie, Finance et Droit, n° 58, 15 novembre 2004.

<sup>39</sup> MEDEF, Les actions de préférence : propositions du MEDEF pour une modernisation du droit des valeurs mobilières, DAJ, mai 2001, p.2.

<sup>40</sup> Voir *infra* : autres droits particuliers envisageables (P1. II. A. 3.).

d'actionnaire. Mais l'article L228-11 ne borne pas les droits particuliers accordés par les actions de préférence à cette distinction classique. Alain Viandier soutient cette proposition : « le droit de veto est en effet naturel dès lors que les droits financiers particuliers dépendent des résultats de tel ou tel actif, la disparition de l'actif affectant les droits reconnus aux actions de préférence, ce qui suppose qu'une assemblée spéciale approuve au préalable la cession »<sup>41</sup>. Mais on peut immédiatement opposer que, puisque dans ce cas précis l'autorisation de l'assemblée spéciale est prévue par les textes, un droit de veto d'un administrateur n'est pas une protection supplémentaire, mais, au surplus, une économie de temps. De plus, on peut douter que la propriété d'une action de préférence puisse accorder un tel droit de représentation : il revient à l'assemblée spéciale de donner mandat à son éventuel représentant au conseil d'administration d'opposer un veto à un tel projet. Les auteurs se sont opposés en majorité à cette proposition sur l'argument que le conseil d'administration est un organe collégial, et qu'un droit de veto accordé à l'un de ses membres reviendrait à nier le principe du vote individuel et égalitaire des administrateurs<sup>42</sup>.

Un véritable droit de veto sur une décision du conseil d'administration ne semble pas possible. On peut néanmoins obtenir un résultat équivalent, par le recours au droit des sociétés classique : l'article L225-37 prévoit que les statuts peuvent organiser des règles de majorité renforcée. Par conséquent, les statuts peuvent prévoir que certaines décisions sont prises à l'unanimité des administrateurs. Le Comité juridique de l'ANSA fait la liste des « autres solutions acceptables » qui s'appuieraient sur les actions de préférence : le droit d'obtenir une nouvelle délibération, et le droit de soumettre la décision à l'assemblée spéciale.

## *2. Les droits pécuniaires*

**15. Les droits pécuniaires.** L'ordonnance du 24 juin 2004 a supprimé plusieurs catégories de titres, dits « en voie d'extinction »<sup>43</sup>, qui conféraient des avantages pécuniaires à leur titulaire, tels que les actions à dividende prioritaire, les actions de priorité, les certificats d'investissement<sup>44</sup>. Ces titres connaissaient des régimes divers et complexes, qui

---

<sup>41</sup> Alain Viandier : Les actions de préférence (ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004, article 31), JCPE, n° 40, 30 septembre 2004, p.1528.

<sup>42</sup> Comité juridique de l'ANSA, n° 05-002 ; Mémento Francis Lefèbvre 2005, n° 18184 ; Jacques Mestre : La réforme des valeurs mobilières, Revue Lamy droit des affaires, n° 78, janvier 2005, p.11.

<sup>43</sup> Section 3 de l'ordonnance 2004-604 du 24 juin 2004.

<sup>44</sup> On peut noter toutefois que les actions à dividende majoré, prévues par l'article L232-14, restent valables. Elles ne constituent pas une catégorie d'actions à part entière, à l'instar des actions à droit de vote double de

représentaient un frein à leur utilisation. Les actions de préférence permettent, grâce à une utilisation simplifiée, et surtout, à une grande liberté de définition des droits pécuniaires accordés, de répondre aux attentes des investisseurs. Les émetteurs peuvent s'inspirer des anciens instruments financiers, ou des suggestions données par le rapport du MEDEF<sup>45</sup>. Ce rapport ouvre effectivement quelques pistes, en distinguant les avantages liés au paiement du dividende, de ceux liés au droit au boni de liquidation, mais décline aussi les questions d'amortissement des titres, de rachat prioritaire. On peut aussi rappeler que les actions de préférence permettent d'accorder à leur titulaire des droits temporaires, ou encore des droits moindres par rapport aux actions ordinaires. Par conséquent, chaque proposition du MEDEF a son « envers » : la subordination du versement du dividende à certaines conditions, un rang moins favorable dans la distribution du boni... Avant de parcourir l'éventail de possibilités, il convient toutefois de rappeler les limites juridiques à la fantaisie des émetteurs.

#### **a. Cadre juridique**

**16.** L'article L228-11 ne prend pas les mêmes précautions avec les droits pécuniaires qu'avec le droit de vote, et ne semble pas limiter la liberté de création. Pourtant, l'article L228-11 ne constitue pas une règle dérogatoire aux principes du droit des sociétés, ou du droit des contrats.

**1) clause léonine :** Ainsi, l'avantage pécuniaire accordé aux actions de préférence ne doit pas constituer une clause léonine, en respectant l'article 1844-1 du code civil. L'octroi d'un dividende prioritaire aux titulaires d'actions de préférence ne doit pas priver systématiquement les autres actionnaires (titulaires d'actions ordinaires ou d'actions de préférence d'une autre catégorie) de tout droit aux bénéfices. Les émetteurs seront donc bien inspirés de prévoir un plafond à l'avantage financier accordé, tel que l'a suggéré Alain Viandier à propos des actions traçantes<sup>46</sup>. De même, il n'est pas envisageable d'exonérer un associé de la totalité des pertes - la répartition inégalitaire des pertes restant une possibilité, reconnue en jurisprudence<sup>47</sup>.

---

l'article L225-123. Voir : Véronique Magnier : Les actions de préférence : à qui profite la préférence ? , Recueil Dalloz, Chroniques p.2559.

<sup>45</sup> Rapport du MEDEF : Les actions de préférence : proposition pour une modernisation du droit des valeurs mobilières, DAJ, mai 2001.

<sup>46</sup> Alain Viandier : Les actions reflètes, RJDA, janvier 2001, p.3. Rappr. : Thierry Bonneau : De quelques stipulations affectant le dividende des actions sectorielles, Revue de droit bancaire et financier, 2000, p.151.

<sup>47</sup> Sont par exemple reconnues comme valides : les clauses de répartition égales des pertes malgré l'inégalité des apports (Cass. Civ. 27 mars 1861, DP 1861. I. 161), les clauses de partage inégal des pertes dès lors que l'associé reste exposé à en supporter une portion (Com. 4 mars 1970, Bulletin civil IV n° 86).

La faculté pour la société de racheter les titres à un moment qui peut être déterminé dans l'acte d'émission, et plus encore, la possibilité pour l'actionnaire de se faire rembourser son titre selon les modalités prévues à l'article L228-20<sup>48</sup> soulèvent alors une interrogation : pourrait-on contourner la prohibition par ce biais ? En ce qui concerne le remboursement des actions de préférence cotées en cas d'illiquidité du titre, un auteur<sup>49</sup> considère que le texte présente suffisamment de précautions contre cette dérive, mais met en doute la validité d'une stipulation de rachat prioritaire. L'appréciation de la clause léonine se fait *in concreto*. Par conséquent, on ne peut ni souscrire d'emblée à une telle condamnation de la clause de rachat, ni ignorer les risques de nullité d'une clause qui permettrait à un actionnaire de sortir de la société au moindre signe de faiblesse.

**2) dividende fictif :** Les stipulations des statuts ne doivent pas non plus permettre à l'émetteur d'enfreindre les interdictions de distribuer un dividende fictif (L232-12) ou de prévoir un intérêt fixe au profit des associés (L232-15). Malgré cette dernière réserve, la distinction entre titre de créance et titre de capital peut être atténuée, par la stipulation de conditions particulières au versement du dividende, et cela d'autant plus que l'action de préférence peut être privée du droit de vote. On peut alors imaginer des schémas internationaux d'optimisation fiscale, en profitant des qualifications offertes par les conventions fiscales aux actions de préférence créées. Par exemple, une société peut avoir intérêt à émettre des titres qui seront assimilés à une dette, pour minorer son résultat imposable, mais l'actionnaire aura intérêt à une imposition en revenus de capitaux mobiliers. Ou à l'inverse, la société préférera renforcer ses fonds propres, tout en offrant aux actionnaires la possibilité de déduire les coupons comme intérêts de créances. Les conventions fiscales peuvent également prévoir des taux de retenue à la source variables, selon que le versement est qualifié de dividende ou de remboursement.

**3) potestativité :** Enfin, les modalités de liquidation de l'avantage financier ne doivent pas se révéler potestatives, donc ne pas dépendre de la seule volonté de la société, débitrice vis-à-vis de son actionnaire. En cas d'avantage financier lié aux résultats d'une activité particulière de l'entreprise, sur le modèle des actions traçantes, il faut prendre garde à l'influence que peut avoir la politique de développement des dirigeants sur les « performances » de l'action de préférence. De même, si la préférence porte sur la distribution exceptionnelle de dividendes en cas de cession d'un actif déterminé, la cession de cet actif doit être soumise à des

---

<sup>48</sup> Voir *infra* : rachat des actions de préférence (P2. I. B. 2.).

<sup>49</sup> Jacques Mestre : Les actions de préférence, Revue Lamy droit des affaires, n° 78, janvier 2005, p.11.

conditions relativement indépendantes de la volonté des dirigeants, et doit être obligatoire, au plus tard à une échéance déterminable.

## **b. Les préférence liées au paiement du dividende**

**17. 1) préférences positives :** Les émetteurs peuvent notamment prévoir un dividende prioritaire ou précipitaire, et varier les combinaisons à mesure qu'ils créent différentes catégories d'actions de préférence (les unes venant prioritairement par rapport aux autres, qui restent mieux servies que les actions ordinaires, par exemple). On peut organiser un paiement cumulatif, progressif ou dégressif, certain ou lié à une condition extérieure à la société, forfaitaire ou variable, etc.

Les actions de préférence permettent aussi de lier les distributions de bénéfices aux résultats d'une activité de l'entreprise, et par extension, d'organiser des distributions exceptionnelles en cas de plus-values réalisées à la cession de certains actifs. Le texte fournit désormais une base légale aux sociétés cotées pour la création d'actions traçantes.

Il envisage également des rémunérations en titres de capital à l'article L228-18, ce qui reprend une possibilité préexistante du droit des sociétés.

**2) préférence négatives :** La « préférence » peut s'entendre dans un sens négatif : les actionnaires titulaires d'actions de préférence seraient payés subsidiairement, y compris par rapport aux actionnaires ordinaires. On pourrait aussi prévoir que les actions de préférence n'ont pas droit au dividende pendant une période donnée. Cette stipulation peut avoir un intérêt lors des premiers exercices bénéficiaires de la société. La mise en réserve des bénéfices serait obligatoire, évitant de prévoir une convention de vote sur la répartition des bénéfices, et lui donnant une force plus grande grâce aux statuts. L'actionnaire pourrait voir sa patience récompensée par une priorité dans les distributions de dividendes ultérieures, ou par des droits politiques renforcés, afin de s'assurer que son investissement est bien employé. Un résultat équivalent peut être obtenu en jouant directement sur le droit de vote, par sa suspension dans les décisions d'affectation du résultat. Jouer sur les droits financiers plutôt que sur les droits de vote permet notamment d'éviter les limites quant à la proportion de titres sans droit de vote dans le capital.

Cette suspension du dividende pendant plusieurs exercices peut être intéressante en matière de capital-développement, ou en LBO. Mais elle se heurte à la difficulté de prédire sur plusieurs exercices le montant des bénéfices, elle impose une certaine rigidité, celle des statuts. Les conventions de vote se révèlent plus souples à établir et à modifier, en fonction des résultats

effectifs. Il est en effet plus facile de s'entendre sur des données exactes, que sur des prévisions approximatives.

### **c. Les autres préférences financières**

**18.** Le MEDEF proposait un avantage lié au paiement du boni de liquidation, une priorité dans l'amortissement des titres. Plusieurs auteurs ajoutent un traitement privilégié en cas de réduction du capital pour pertes<sup>50</sup>. En cas de réduction de capital non motivée par des pertes, l'article L225-104 impose de respecter l'égalité des actionnaires : les actions de préférence ne peuvent réserver la priorité à leurs titulaires qu'avec l'accord unanime de tous les associés. Une illustration particulière d'une telle priorité est l'attribution prioritaire d'un actif.

La priorité sur le boni de liquidation peut être organisée conformément à l'article L237-29 du code de commerce, c'est-à-dire, selon une clef de répartition stipulée dans les statuts. Mais cette possibilité ne joue qu'après le remboursement du nominal des actions, sur le strict boni de liquidation. On constate alors que certains actionnaires peuvent supporter une moins-value, quand d'autres recouvrent la totalité de leur apport. Une priorité de remboursement des actions de préférence permettrait de résorber ce type de problème, notamment dans le capital-risque où des accords contractuels essayent déjà de parvenir à un tel résultat.

## ***3. Les autres droits particuliers envisageables.***

### **a. Des droits particuliers « de toute nature »**

**19.** L'article L228-11 ouvre un champ très large de possibilités, ce qui permet de créer dans chaque société les titres qui correspondent le mieux à la répartition des pouvoirs que l'on souhaite, ou sont les plus attractifs pour les investisseurs. C'est aussi le moyen d'introduire par un titre, au cœur des statuts d'une société anonyme, la souplesse des pactes d'actionnaires, ou des statuts de SAS dans une certaine mesure.

**1) information :** Un droit renforcé à l'information est l'avantage le plus souvent mis en avant. Cette possibilité est particulièrement attrayante pour les capitaux-risqu岸, qui peuvent être intéressés par un suivi original de l'activité de la société, en particulier s'il s'agit d'une activité de pointe, technique. L'information peut être aussi présentée de manière plus lisible,

---

<sup>50</sup> Jean-Jacques Daigre, Françoise Monod et François Basdevant : Les actions à privilèges financiers, Droit des sociétés : Actes pratiques mars-avril 1997, p.8 ; Alain Viandier : Les actions reflètes, RJDA, janvier 2001, p.3.

pour un actionnaire manquant de la formation financière ou d'une culture juridique nécessaire à la compréhension des documents remis aux actionnaires ordinaires. C'est le cas dans des sociétés de dimension modeste, gérées familialement, notamment dans le cadre d'une transmission d'entreprise<sup>51</sup>. L'information peut être obtenue de manière indirecte, si les actions de préférence donnent droit à leur titulaire de faire pratiquer des contrôles et audits par un expert à la charge de la société.

**2) cession d'actions :** Le rapport du MEDEF suggère également la possibilité de prévoir des dispositions relatives aux cessions d'actions : les clauses d'agrément et les clauses de préemption<sup>52</sup>. Cette possibilité ne présente pas d'originalité par rapport au droit commun. On peut concevoir un intérêt particulier dans une société en développement : l'actionnaire titulaire d'actions de préférence a l'obligation de revendre ses titres à un autre actionnaire privilégié, permettant en pratique de maintenir l'équilibre entre les parts des fondateurs et celles des investisseurs. Il convient d'accorder cette faculté avec le droit boursier, qui interdit ou encadre la stipulation de telles clauses.

**3) nomination des CAC :** Plusieurs commentaires<sup>53</sup> sur l'ordonnance 2004-604 évoquent la possibilité de réserver aux titulaires d'actions de préférence le droit de nommer un commissaire aux comptes, un administrateur ou membre du conseil de surveillance, reprenant en cela les propositions du MEDEF. Cette hypothèse apparaît discutable : les actions de préférence ne doivent pas permettre d'empiéter sur les pouvoirs des organes sociaux, en particulier sur les pouvoirs des assemblées d'actionnaires. Il est difficile, en effet, d'interpréter largement l'article L228-11, en restreignant les pouvoirs consacrés aux articles L225-228 (nomination des commissaires aux comptes), L225-18 (administrateurs) et L225-75 (membres du conseil de surveillance). Il semble qu'il faille une disposition légale expresse pour réserver un tel pouvoir à une catégorie d'actionnaires, en raisonnant par analogie avec les administrateurs représentants des salariés et salariés actionnaires<sup>54</sup>. Pourtant, le Rapport au Président de la République<sup>55</sup> et une réponse ministérielle<sup>56</sup> incluent « la désignation d'un

---

<sup>51</sup> Ingénierie financière : nouvelles potentialités de l'ordonnance valeurs mobilières, entretien avec Frédéric Lucet, fondateur et président du groupe LC, Les Petites Affiches, 22 novembre 2004 n° 233, p.3 ; André Guengant, *in* Avis d'expert, L'Agefi Actifs, n° 169, semaine du 30 juillet au 5 août 2004, p.7.

<sup>52</sup> Malak Tazi et Charles-Emmanuel Prieur : Les actions de préférence, Journal des sociétés, n° 13, septembre 2004, p.8.

<sup>53</sup> Alain Viandier : Les actions de préférence, JCPE, n° 40, 30 septembre 2004, p.1528 ; Véronique Magnier : Les actions de préférence : à qui profite la préférence ? , Recueil Dalloz, Chroniques p.2559 ; Jacques Mestre : Les actions de préférence, Revue Lamy droit des affaires, n° 78, janvier 2005, p.11.

<sup>54</sup> Articles L225-27 s., L225-80 et L225-23 s. du code de commerce.

<sup>55</sup> Rapport au Président de la République sur l'ordonnance portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales (...), Ministère de la Justice, JO n° 175 du 30 juillet 2004, p.13577.

membre du conseil de surveillance » dans les droits particuliers accordables. La pratique inaugure également un droit pour le titulaire d'actions de préférence de proposer en assemblée générale la nomination de membres du conseil d'administration<sup>57</sup>, ce qui heurte moins frontalement les pouvoirs de l'assemblée, mais les restreint nécessairement, puisque l'assemblée n'aurait plus qu'un pouvoir de ratification. L'intérêt de cette faculté est sensible pour les investisseurs étrangers, notamment les fonds de pension américains. En effet, les normes ERISA, de l'*Employee Retirement and Income Security Act* de 1974, exigent un droit statutaire de représentation, et de vote, au conseil d'administration.

### **b. Créer des obligations ou restreindre les droits pour l'actionnaire de préférence**

**20.** Le Rapport au Président de la République précise que les actions de préférence peuvent être « *dotées d'obligations particulières et faire l'objet de restrictions* ». Les obligations du souscripteur ne semblent pas être limitées par les principes du droit des sociétés. En effet, dès lors que l'actionnaire manifeste son accord, ses obligations peuvent être augmentées. On peut citer quelques exemples<sup>58</sup> : dépôt en compte courant, obligation de répondre aux appels de fonds (sur le principe des clauses de *pay to play*). En matière de capital-risque en effet, le protocole d'investissement organise parfois une obligation similaire, assortie de sanctions en cas de défaut de l'investisseur. En effet, chaque souscripteur s'assure que ses attentes ne seront pas déçues. Le fait de faire figurer une telle clause dans les statuts, par leur attachement aux actions de préférence, présente une sécurité renforcée pour les investisseurs.

On peut aussi envisager<sup>59</sup> une obligation de conservation des titres, qui devra être limitée dans le temps. On s'inspirerait alors de l'exemple de telles clauses possibles dans les SAS, en notant que le législateur n'a pas fixé de limite particulière dans la durée pour les actions de préférence. Cette clause d'incessibilité est appelée à jouer pour les titres des fondateurs, en matière de capital-risque ou de capital-développement. Ceux-ci ne pourraient se soustraire à leurs engagements au sein du *business plan*, et quitter une société qui repose pour l'essentiel à sa naissance sur leur personnalité. L'insertion dans les statuts d'une telle clause est très avantageuse par comparaison aux stipulations d'un pacte d'actionnaires. En effet, les statuts garantissent une opposabilité de la clause au tiers acquéreur, alors que les pactes ne peuvent

---

<sup>56</sup> Philippe Adnot : En cas de fusion, incidence sur la parité de l'action de préférence, JO Sénat Q, 30 septembre 2004, p.2236 (question n° 13316).

<sup>57</sup> Projet de résolution Archos SA, BALO 25 février 2005, p.1666.

<sup>58</sup> Alain Viandier : Les actions de préférence, JCPE, n° 40, 30 septembre 2004, p.1528.

<sup>59</sup> Philippe Torre : Les actions de préférence dans les sociétés anonymes, Private equity magazine, n° 1, novembre 2004.

agir qu'en aval, et leur violation est sanctionnée par des dommages-intérêts. Les pactes reposent par exemple sur des obligations de rachat, à la charge du fondateur, qui sont difficiles à faire exécuter.

En ce qui concerne les restrictions, il faut se référer aux prérogatives minimales d'un actionnaire. Compte tenu du bouleversement apporté par l'ordonnance dans la notion d'actionnaire<sup>60</sup>, et de la jurisprudence récente, il semble que trois droits de l'actionnaire demeurent intangibles<sup>61</sup> : le droit de participer aux décisions collectives même sans vote (article 1844 code civil), et, à certaines conditions, le droit de poser des questions écrites aux dirigeants et le droit de faire mandater judiciairement un expert de gestion (L225-231 s.).

L'ordonnance a donc ouvert un champ très large de possibilités en ne définissant pas précisément les droits particuliers attachables aux actions de préférence. Cette liberté est étendue en présence d'un groupe de sociétés.

---

<sup>60</sup> France Drummond : Un nouveau principe : la liberté d'émettre « toutes valeurs mobilières », Revue de droit bancaire et financier, n° 5, septembre-octobre 2004, p.361.

<sup>61</sup> Daniel Ohl : Aspects de la réforme du droit des valeurs mobilières, Joly Bourse, novembre-décembre 2004, §149, p.689.

## B - Droits au sein du groupe

### 1. Les conditions à l'octroi d'un droit sur une autre société du groupe

#### a. Un pas de plus vers un droit des groupes

21. L'article L228-13 dispose que « *les droits particuliers mentionnés à l'article L228-11 peuvent être exercés dans la société qui possède directement ou indirectement plus de la moitié du capital de l'émettrice ou dans<sup>62</sup> la société dont l'émettrice possède directement ou indirectement plus de la moitié du capital. L'émission doit alors être autorisée par l'assemblée générale extraordinaire de la société appelée à émettre des actions de préférence et par celle de la société au sein de laquelle les droits sont exercés. Les commissaires aux comptes des sociétés intéressées doivent établir un rapport spécial* ». Cette nouveauté est d'autant plus originale qu'elle n'avait pas été suggérée dans le rapport du MEDEF<sup>63</sup>. Elle n'est pas reprise dans le Rapport au Président de la République<sup>64</sup>. Pourtant, elle constitue un deuxième bouleversement du droit des sociétés, en contribuant à la formation progressive d'un droit spécial des groupes. Le laconisme du législateur conduit toutefois à avancer avec prudence d'une notion économique vers sa traduction juridique.

#### b. Conditions de fond

22. 1) **un lien en capital** : La faculté de créer des actions de préférence accordant des droits dans une société du même groupe que l'émetteur dépend de l'existence d'un lien en capital entre les deux sociétés. On peut souligner que le législateur n'accorde pas d'importance à un lien majoritaire en droits de vote, ce qui marque une opposition avec la définition du contrôle au fondement du droit actuel du groupe (L233-3). L'article L228-13 se rapproche davantage de la définition de la participation de l'article L233-1. Cette distinction de principe permet de comprendre que la société émettrice puisse être aussi bien la détentrice que la détenue. Le droit de confier des prérogatives à un actionnaire sur une société liée n'est pas dû au pouvoir

---

<sup>62</sup> Le texte initial de l'ordonnance comportait une coquille (« *de* » au lieu de « *dans* »), qui a été corrigée par la loi n° 2004-1343 du 9 décembre 2004 de simplification du droit qui a ratifié l'ordonnance (JO du 10 décembre 2004).

<sup>63</sup> Les actions de préférence : proposition du MEDEF pour une modernisation du droit des valeurs mobilières, DAJ, mai 2001.

<sup>64</sup> Rapport au Président de la République sur l'ordonnance portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales (...), Ministère de la Justice, JO n° 175 du 30 juillet 2004, p.13577.

politique de l'émettrice dans la société débitrice, mais s'explique uniquement par la structure de groupe.

Le lien en capital est direct ou indirect, et dans ce dernier cas, Jacques Mestre<sup>65</sup> considère qu'il doit s'entendre d'une chaîne ininterrompue de participations majoritaires. Cet avis est également soutenu par Alain Couret et Anne Charvériat<sup>66</sup>. Mais cette hypothèse est faite par analogie à la notion de contrôle. Or le législateur ne s'étant pas référé à un lien en droits de vote, mais à un lien en capital uniquement, il ne semble pas inconcevable de procéder à un calcul moins subtile, par simple produit des participations. Cela encouragerait le recours aux actions de préférence.

**2) le moment de l'appréciation du lien :** Les auteurs ont également soulevé la question du moment de l'appréciation du lien : s'agit-il d'une appréciation continue ou d'une appréciation au seul moment de l'émission des titres ? Il est logique que le lien s'apprécie de manière continue<sup>67</sup> ; les droits particuliers des actions de préférence ne se justifieraient sans doute plus en regard de l'intérêt social<sup>68</sup> en cas de disparition du lien. Cette limite conduit à s'interroger sur l'éventuelle potestativité de l'obligation de l'émettrice, qui serait en jeu lorsque celle-ci est la détentrice, et non la détenue. En effet, la société est libre de céder ses participations et de mettre ainsi fin à l'obligation. Mais peut-on parler de potestativité dès lors que l'émettrice n'est pas la véritable débitrice ? Le grief n'est donc pas fondé. Quelles sont les conséquences pour les porteurs des actions ? On peut considérer que les droits particuliers accordés deviennent caducs. Ou l'on peut envisager que la cession de la participation, modifiant les droits des titulaires d'actions de préférence, suppose la réunion de l'assemblée spéciale de ces derniers, s'ils n'ont pas consentis par anticipation dans le contrat d'émission. Dans ce cas, il faudrait prévoir les modalités d'un rachat ou d'une conversion des actions de préférence.

Le lien de capital est « à sens unique », c'est-à-dire qu'il ne s'impose que de la détentrice à la détenue ; il ne s'agit pas, bien sûr, de participations croisées. De plus, il n'est pas nécessaire que la société débitrice soit une société par actions. On peut alors considérer que les droits particuliers du titulaire de l'action de préférence peuvent s'exercer dans une société de personnes. L'intérêt est manifeste en cas de *joint venture*, ou dans un groupe international.

---

<sup>65</sup> Jacques Mestre : Les actions de préférence, Revue Lamy droit des affaires, n° 78, janvier 2005, p.11.

<sup>66</sup> Mémento Francis Lefebvre, Sociétés commerciales, 2005, n° 18190.

<sup>67</sup> Alain Viandier : Les actions de préférence, JCPE n° 40, 30 septembre 2004, p.1533 ; Jacques Mestre : Les actions de préférence, Revue Lamy droit des affaires, n° 78, janvier 2005, p.11.

<sup>68</sup> Voir *infra* §26.

### **c. Conditions de forme**

**23.** L'article L228-13 subordonne l'octroi de droits dans une société liée à la décision des assemblées générales extraordinaires des deux sociétés en cause. L'accord de l'assemblée générale extraordinaire émettrice est justifié par l'augmentation de capital. Il s'agit d'une condition de validité de l'émission. Mais on peut s'interroger sur la possibilité pour celle-ci de déléguer la décision d'une telle émission au conseil d'administration, conformément à l'article L225-129-2. Il semble que l'assemblée puisse au moins déléguer son pouvoir de décision conformément à l'article L228-12, dès lors qu'elle a défini les caractéristiques particulières des actions de préférence, et dans ce cas, leur portée au sein du groupe.

La nécessité d'un accord de l'assemblée de la société au sein de laquelle les droits seront exercés, est une application directe de l'article 1165 du code civil. La validité de l'émission n'est donc pas remise en cause en l'absence d'une telle autorisation, mais les droits accordés ne seront pas opposables à la société liée. Une autre interprétation de la nécessaire autorisation de l'assemblée générale extraordinaire de la société débitrice est envisageable : on peut imaginer une modification des statuts de la société dans laquelle les droits vont jouer. Elle est obligatoire, si l'on suit la recommandation de Jacques Mestre de respecter la procédure des avantages particuliers également dans la société débitrice<sup>69</sup>. Cette procédure est-elle imposée par la loi ? L'article L225-8 prévoit l'application de cette procédure en cas de stipulation d'un avantage particulier au profit de personnes non associées. Il semble donc que l'on doive suivre la procédure, si l'on considère que l'avantage accordé au titulaire des actions de préférence n'a pas de contrepartie. L'appréciation de la contrepartie est une matière délicate. En effet, les droits sont accordés en contrepartie d'une souscription d'actions. Certes, la débitrice n'est pas l'émettrice, mais la structure de groupe permet d'envisager la contrepartie d'un engagement à une échelle plus large que la société. On peut alors considérer que la protection des actionnaires de la société débitrice est assurée par l'alinéa 3 de l'article L228-13, qui prévoit un rapport spécial du commissaire aux comptes dans chaque société. La procédure des avantages particuliers serait alors redondante.

### ***2. La nature des droits accordés***

**24.** L'article L228-13 renvoie à l'article L228-11 pour la définition des droits accordés par les actions de préférence, ce qui revient à laisser toute liberté aux sociétés pour adapter les

---

<sup>69</sup> Jacques Mestre : Les actions de préférence, Revue Lamy droit des affaires, n° 78, janvier 2005, p.11.

prérogatives offertes à la qualité de l'investisseur. Il existait déjà avant l'ordonnance une possibilité d'émettre des valeurs mobilières donnant vocation à recevoir des titres de la mère, prévue par l'article L228-93<sup>70</sup>. Avec l'ordonnance, les droits s'exercent en amont ou en aval et peuvent prendre des caractéristiques nombreuses.

Un droit d'information sur la société débitrice peut être accordé, qui pourra être aménagé selon les attentes du souscripteur. On pense en priorité aux opérations de LBO<sup>71</sup>. Cette première possibilité a l'avantage de n'entrer en contradiction avec aucun principe de droit des sociétés. La question est effectivement plus délicate lorsqu'il s'agit de droits politiques ou pécuniaires. A-t-on besoin d'une action de préférence pour assurer la circulation d'information ? La place dans les statuts d'une telle obligation permet de l'entourer d'une aura particulière par rapport au pacte d'actionnaires. Mais la création d'actions de préférence emporte de nombreuses obligations procédurales, de sorte que la formule n'est pas intéressante si le seul droit particulier conféré est un droit d'information.

#### **a. Droits politiques**

**25. 1) consultation :** On peut imaginer un droit pour les actionnaires d'être consultés avant une décision de la société débitrice. Les titulaires d'actions de préférence seraient ainsi associés à la gestion<sup>72</sup>. Mais un tel choix emporte des conséquences en cas de procédure judiciaire, notamment un risque d'extension de procédure pour immixtion dans la gestion. De plus, la portée d'un tel avis est très limitée, et le défaut de consultation ne peut qu'entraîner le versement de dommages-intérêts. Il faudrait alors prévoir dans le contrat d'émission les conséquences d'une telle omission, ou du non respect de l'avis des actionnaires : rachat ou conversion de l'action de préférence. La proposition d'Alain Viandier, reprise par Jacques Mestre<sup>73</sup>, de laisser la possibilité aux actionnaires de régler les conséquences financières d'une décision contre laquelle ils se seraient opposés ne semble pas devoir être retenue. En effet, cela constituerait un empiètement trop important sur l'autonomie de gestion de la débitrice.

---

<sup>70</sup> Les actions de préférence pourraient faciliter la réalisation de *triangular mergers*, selon la lettre de l'IE-Club, 2004.

<sup>71</sup> Angélique Lauprêtre et François Leloup : L'introduction en droit français des actions de préférence, Banque magazine, n° 663, novembre 2004, p.41.

<sup>72</sup> Angélique Lauprêtre et François Leloup : L'introduction en droit français des actions de préférence, Banque magazine, n° 663, novembre 2004, p.41.

<sup>73</sup> Alain Viandier : Les actions de préférence, JCPE n° 40, 30 septembre 2004, p.1533 ; Jacques Mestre : Les actions de préférence, Revue Lamy droit des affaires, n° 78, janvier 2005, p.11.

**2) droit de vote :** En fait, il n'apparaît pas possible de bouleverser l'indépendance juridique de la mère ou de la filiale au point d'imposer à celle-ci l'octroi de droits politiques à un tiers, au niveau des assemblées d'actionnaires ou du conseil d'administration. En effet, si la qualité d'actionnaire n'est plus nécessairement liée au droit de vote aux assemblées, elle paraît rester indispensable à l'obtention de ce droit de vote. Le droit de vote est la contrepartie de la souscription d'une quotité de capital dans la société : la souscription confère le droit de vote. Quant à la participation au conseil d'administration, elle suppose l'élection par l'assemblée générale ordinaire. *A fortiori*, les auteurs rejettent à l'unanimité l'octroi d'un droit de veto sur les décisions de l'un de ces organes.

Le Comité juridique de l'ANSA<sup>74</sup> offre toutefois une interprétation nouvelle, séduisante, pour une appréciation à l'échelle du groupe de la détention d'une quotité de capital conférant le droit de vote. L'ordonnance 2004-604 ferait évoluer l'exercice des droits politiques dans la société et, *mutatis mutandis*, en élargirait la portée au sein des groupes. En l'absence de restriction légale expresse du droit de vote au seul actionnaire, on peut se saisir de la souplesse du texte. Un tempérament toutefois : le respect du principe de proportionnalité limite le nombre de droits de vote accordés à un par action, au plus deux lorsque les conditions de l'article L225-123 sont réunies. L'investisseur préférera-t-il un droit de vote dans une autre société à un droit de vote dans celle dont il est actionnaire ? On peut malgré cela imaginer des stratégies de capitalisation au sein des groupes : une société bénéficiant de l'augmentation du capital, et l'actionnaire profitant en fait de droits exerçables dans une autre société du groupe.

## **b. Droits pécuniaires**

**26.** En ce qui concerne les droits pécuniaires, les questions sont également nombreuses. Il faut d'ores et déjà souligner que ces droits ne constitueraient pas une forme d'action traçante. En effet, dans le cas des actions traçantes, le dividende est versé par l'émettrice<sup>75</sup>.

**1) qualification juridique :** La question la plus fréquente a trait à la qualification juridique des sommes qui seraient versées. En effet, les commentateurs font valoir qu'il ne pourrait s'agir d'un dividende, faute pour l'actionnaire d'être associé de la société débitrice<sup>76</sup>. L'article L232-12 n'a pas été modifié par l'ordonnance. La distribution a donc nécessairement une autre nature, ce qui permet par ailleurs d'éviter les condamnations de distribution de

---

<sup>74</sup> Comité juridique de l'ANSA, n° 04-080.

<sup>75</sup> Alain Couret : Les actions traçantes, Revue actes pratiques 2000, cahier n° 53.

<sup>76</sup> Alain Viandier: Les actions de préférence, JCPÉ n° 40, 30 septembre 2004, p.1533 ; Jacques Mestre : Les actions de préférence, Revue Lamy droit des affaires, n° 78, janvier 2005, p.11.

dividendes fictifs. Mais ne constitue-t-elle pas un abus de bien social ? La notion d'abus de bien social connaît une interprétation particulière dans le cadre des groupes de sociétés ; ainsi la jurisprudence apprécie l'intérêt social au niveau du groupe, et vérifie que le versement n'instaure pas de déséquilibre entre les sociétés<sup>77</sup>. Il convient donc de vérifier qu'il existe une contrepartie au transfert de trésorerie de la société au profit de l'actionnaire. La souscription des actions auprès de l'émettrice pourrait-elle constituer cette contrepartie ? L'appréciation se fait *in concreto* ; mieux vaut donc prévoir une certaine proportion entre les versements et le montant de la souscription. On peut aussi imaginer un cas particulier, où l'actionnaire bénéficiaire des actions de préférence est lui-même une société incluse dans le groupe. L'octroi d'actions de préférence pourrait constituer un moyen de restituer un équilibre dans les relations intragroupe, et éviter précisément la condamnation pour abus de bien social.

**2) qualification fiscale :** Sur le terrain fiscal, quelle qualification peut-on retenir d'une telle distribution ? Le Conseil d'Etat retient une définition formelle du dividende depuis l'arrêt Anzalone<sup>78</sup>, qui s'appuie sur deux critères : l'existence d'un bénéfice distribuable, et la décision de distribution de l'assemblée annuelle obligatoire. Mais il subsiste un lien entre détention de titres et qualification de dividende : la distribution ne peut être qualifiée de dividende que si elle est perçue par un actionnaire. A moins de retenir encore une fois une interprétation nouvelle de la qualité d'actionnaire au sein du groupe<sup>79</sup>, il n'est pas possible de qualifier juridiquement la distribution, de dividende. En conséquence, les régimes d'exonération particuliers des dividendes tels que le régime mère-fille de l'article 145 CGI ne pourraient pas s'appliquer. D'autres fondements de déductibilité fiscale sont envisageables : régime d'intégration, subventions déductibles...

**3) application en matière de LBO :** L'octroi d'actions de préférence ayant un droit pécuniaire dans une autre société du groupe peut intégrer le cadre d'un LBO. Les montants versés par la cible mais grâce à un titre de la holding viendraient rembourser le prêt accordé par l'actionnaire à celle-ci. Ce montage limite les frottements fiscaux, puisque la remontée des dividendes vers le créancier s'effectue directement. On considère alors que le versement n'est pas un dividende, mais bien un remboursement de créance puisqu'il éteint la dette de la holding. L'action de préférence simplifierait le LBO également en limitant le recours à des actes accessoires, du type d'un *debt pushdown*<sup>80</sup>. Ce mécanisme n'est pas contraire à l'article

---

<sup>77</sup> Cass. Crim. 23 avril 1991, Bulletin criminel n° 193 ; Cass. Crim. 24 juin 1991, RJDA 11/91 n° 926.

<sup>78</sup> CE 26 février 2001, Revue de droit fiscal 2001 n° 27, commentaire p.611.

<sup>79</sup> Comité juridique de l'ANSA n° 04-077.

<sup>80</sup> L'actionnaire dispose néanmoins d'un rang moins favorable que celui d'un créancier en cas de liquidation de la société.

L225-216, car la cible n'avance pas les fonds, n'accorde ni prêt, ni sûreté, en vue de l'achat de ses propres titres, mais verse des bénéfices réalisés après son achat. Les assemblées peuvent décider de l'octroi de actions de préférence après la date du transfert de propriété.

L'article L228-13 apparaît comme une étape importante dans l'évolution d'un droit des groupes. La traduction pratique de cette avancée nécessite néanmoins l'adaptation des textes fiscaux. Et la doctrine devrait se saisir des possibilités esquissées par l'ordonnance pour pousser la jurisprudence à assouplir la notion d'intérêt social.

**27.** La création des actions de préférence présente un certain progrès par rapport au droit antérieur. La possibilité d'attacher des droits particuliers de plus en plus nombreux à un titre excite l'imagination, et ouvre de nouvelles perspectives sur la théorie du droit des sociétés. L'instrument suscite donc l'enthousiasme. Mais l'intérêt d'une telle création se mesure davantage par sa facilité d'utilisation, son efficacité, voire par son coût face aux autres outils juridiques disponibles. Les potentialités des actions de préférence ne doivent pas être anéanties par un régime trop contraignant. Or il semble que le législateur ait manqué d'ambition sur ce point.

## **DEUXIEME PARTIE : UNE REFORME INACCOMPLIE DANS LA DEFINITION DU REGIME DES ACTIONS DE PREFERENCE**

L'ordonnance du 24 juin 2004 organise d'une manière que l'on peut juger trop classique les conditions d'émission, de conversion et de rachat des titres (I), et prévoit une protection importante des porteurs de ces titres particuliers (II).

### ***I. De la création à la disparition des actions de préférence***

#### **A - Emission des actions de préférence**

##### ***1. Les conditions classiques d'une augmentation de capital***

###### **a. La compétence de l'assemblée générale extraordinaire**

**28.** En vertu de l'article L228-12, « *l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires est seule compétente pour décider l'émission (...) des actions de préférence au vu d'un rapport spécial des commissaires aux comptes. Elle peut déléguer ce pouvoir dans les conditions fixées par les articles L225-129 à L225-129-6* ». L'interprétation de cet article est délicate, car les termes semblent contradictoires : si l'AGE est *seule* compétente, peut-elle déléguer son pouvoir ? Le renvoi aux nouveaux articles L225-129 et suivants n'éclaircit pas beaucoup le problème, les commentateurs en ayant des compréhensions parfois divergentes<sup>81</sup>. Les articles L225-129-1 et L225-129-2 prévoient deux modes de délégation : la délégation de pouvoir et la délégation de compétence. On peut s'interroger sur la reprise du terme « pouvoir » dans l'article L228-12 : s'agit-il d'une référence excluant la délégation de compétence ? Il est plus

---

<sup>81</sup> Claude Baj : Les délégations de pouvoir, *Revue de droit bancaire et financier*, n° 5 septembre-octobre 2004, p.348 ; Pierre-Yves Chabert : Les augmentations de capital après l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales, *Bulletin Joly Sociétés*, août-septembre 2004, §209 p.1023 ; Alain Lienhard : Présentation de l'ordonnance réformant les valeurs mobilières, *Recueil Dalloz*, 2004, *Chroniques* p.1956.

probable que l'identité des mots ne corresponde pas à une identité de concept<sup>82</sup>, le déterminant « ce » indiquant plutôt une utilisation commune du terme pouvoir.

En cas de délégation de pouvoir, l'assemblée reste maîtresse de la décision d'augmenter le capital, mais le conseil d'administration est chargé par elle de réaliser l'augmentation. En cas de délégation de compétence, l'assemblée générale limite son pouvoir à définir un plafond global d'augmentation, et la durée de validité de la délégation. En ce qui concerne l'émission d'actions de préférence, l'article L225-129-2 alinéa 3 précise que la délégation doit faire l'objet d'une résolution particulière.

On peut donc considérer qu'il n'y a pas d'incompatibilité entre délégation et émission d'actions de préférence, mais il faut concilier le mécanisme de la délégation avec d'autres impératifs. En effet, l'article L228-11 prévoit que les droits particuliers des actions de préférence sont définis dans les statuts. L'assemblée générale ne pourrait donc pas déléguer sa compétence sans avoir prédéfini les caractéristiques des actions à émettre. De plus, le Comité juridique de l'ANSA<sup>83</sup> précise que l'assemblée peut avoir à définir le régime des actions de préférence si les statuts ne le prévoient pas *a priori*. Dans ce cas, la délégation de l'émission serait nécessairement une délégation de pouvoir de l'article L225-129-1. Ce n'est que si les statuts définissent le régime des actions de préférence qu'une délégation de compétence selon L225-129-2 serait envisageable. Il peut sembler excessif de limiter les pouvoirs de l'assemblée générale en matière de délégation sur un critère formel, la nécessité d'inscrire dans les statuts les caractéristiques des actions de préférence. En fait, la modification des statuts peut faire l'objet d'une forme de ratification ultérieure ou plus vraisemblablement, l'objet d'un mandat spécial, comme en cas d'augmentation de capital ordinaire. Dans ce cas, l'assemblée confère une sorte de blanc-seing au conseil d'administration. Mais cette possibilité n'a effrayé ni le gouvernement ni les praticiens<sup>84</sup>. Le droit français serait alors aussi souple que le droit américain, si l'on prend l'exemple de la loi du Delaware (§161 du titre 8 du Code du Delaware). On peut s'interroger sur la teneur du rapport du commissaire aux comptes sur les caractéristiques des actions de préférence en une telle hypothèse.

---

<sup>82</sup> Michel Germain : Les actions de préférence, Revue des sociétés, n° 3, juillet-septembre 2004.

<sup>83</sup> Comité juridique de l'ANSA, n° 04-077.

<sup>84</sup> Dans ce sens : réponse ministérielle à Jean-Marc Roubaud : Emission d'actions de préférence, subdélégation au directeur général, JO AN Q, 54 janvier 2005, p.83 (question n° 39144) ; projet de résolution LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton, résolution 16 et 17, BALO 1<sup>er</sup> avril 2005 p.4516 : le projet contient une délégation au conseil d'administration avec possibilité de subdéléguer au Directeur général, comprenant la détermination de la nature des droits attachés aux actions de préférence ainsi que les modalités de rachat ou de conversion, et la modification des statuts qui doit en résulter .

## **b. Les interventions des commissaires aux comptes**

**29.** L'assemblée se prononce sur un rapport spécial des commissaires aux comptes. Ce rapport comporte l'avis du commissaire aux comptes « *sur l'augmentation de capital envisagée, les caractéristiques des actions de préférence et l'incidence de l'opération sur la situation des titulaires de titres de capital et de valeurs mobilières donnant accès au capital telle que définie au premier alinéa de l'article 155-1. Le cas échéant, ce rapport est conforme aux règles posées par l'article 155 ainsi que, selon les cas, par les articles 155-1 et 155-2* ». Il est doublé en cas d'émission d'actions de préférence conférant des droits dans une autre société du groupe, par un rapport du commissaire aux comptes de celle-ci (L228-13 alinéa 3). On peut imaginer que les commissaires aux comptes envisageront avec circonspection les actions de préférence, et seront sans doute réticents à se prononcer sur leur valeur. En outre, il convient d'établir un rapport en cas de suppression du droit préférentiel de souscription (L225-135), ce qui sera le plus souvent le cas en pratique. Enfin, l'émission des actions de préférence peut entraîner l'application de la procédure des avantages particuliers.

### ***2. Les procédures particulières à la création d'actions de préférence***

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

**30. 1) l'application de la procédure :** L'article L228-15 dispose que « *la création [des actions de préférence] donne lieu à l'application des articles L225-8, L225-14, L225-147 et L225-148 relatifs aux avantages particuliers lorsque les actions sont émises au profit d'un ou plusieurs actionnaires nommément désignés* ». L'application d'une telle procédure était discutée pour l'émission des titres aujourd'hui dits « en voie d'extinction », et les discussions étaient d'autant plus âpres que le fondement des avis contraires reposait sur un seul article : l'article L225-138. En effet, certains auteurs et praticiens estiment que la procédure n'a pas à jouer dans les cas où l'avantage n'est pas attribué à une personne, mais *intuitu rei*, c'est-à-dire au titre lui-même. Ce serait envisageable dès lors qu'il n'y a pas de rupture d'égalité entre les titulaires d'une même catégorie de titres. D'autres considèrent qu'il y a toujours avantage particulier lorsqu'un titre prioritaire est créé et qu'il n'est pas offert à tous les actionnaires. En fait, c'est bien la restriction dans les bénéficiaires du droit attribué qui entraîne l'application de cette procédure. L'article L228-15 met fin aux tergiversations, en imposant l'application de la procédure lorsque les actions sont émises au profit d'un ou plusieurs actionnaires

nommément désignés. Quelques commentateurs<sup>85</sup> et les praticiens critiquent la lourdeur de ce système, et la multiplication des rapports de commissaires aux comptes, qui sont souvent conclus par les mêmes exonérations de responsabilité. Il est vrai que le commissaire aux avantages particuliers ne doit pas avoir réalisé de mission au sein de l'émettrice depuis cinq ans<sup>86</sup>, ce qui entraîne des difficultés pratiques en cas de tours de table successifs avec émissions d'actions de préférence. On peut aussi considérer que les titulaires d'actions de préférence n'apprécieront pas toujours que leur nom figure dans les statuts de l'émettrice. Le maintien de cette procédure sera certainement un frein à l'utilisation des actions de préférence. En effet, puisque la procédure des avantages particuliers doit être suivie dans la plupart des cas, l'octroi de droits particuliers se fera sans doute sans création d'une nouvelle catégorie de titres. Les conséquences d'une telle création peuvent apparaître trop lourdes pour un émetteur, sans qu'il existe d'avantage incontestable aux actions de préférence pour compenser ce formalisme. Ainsi, si l'application de la procédure des avantages particuliers peut paraître logique, compte tenu des droits qu'accordent les actions de préférence, il aurait peut-être été intéressant de la supprimer par exception au droit commun des sociétés, ou du moins de l'alléger pour l'émission des actions de préférence.

**2) les « actionnaires nommément désignés » :** L'interprétation des termes « *actionnaires nommément désignés* » a maintenu quelques temps les controverses, mais une réponse ministérielle<sup>87</sup> a mis fin aux divergences. Ainsi, il faut entendre par actionnaires non seulement les actionnaires préexistant à la date de l'émission, mais aussi les souscripteurs des actions de préférence. Cette assimilation *contra legem* (le terme d'« actionnaire » est dépourvu d'ambiguïté) est critiquée par Thierry Bonneau : « le souscripteur ne devient actionnaire que par l'inscription en compte à son nom des actions qu'il a souscrites »<sup>88</sup>. Mais l'esprit du texte est respecté selon lui. Reste un dernier flou juridique, soulevé par Michel Germain<sup>89</sup>, relatif à la conciliation des articles L228-15 et L225-138-I, en ce qui concerne les

---

<sup>85</sup> Ordonnance sur les valeurs mobilières : les montages enfin débloqués, *Option finance*, n° 822, 21 février 2005 ; Anne Charvériat : Emission d'actions de préférence, *Option finance*, n° 803, 11 octobre 2004 ; lettre de l'IE-club : Introduction en droit français des actions de préférence ; Olivier Edwards : Les actions convertibles : nous l'avons rêvé..., *Capital finance*, n° 716, 28 juin 2004, p.8.

<sup>86</sup> Philippe Adnot : Qualité du commissaire aux apports en charge du rapport sur les actions de préférence, *JO Sénat Q*, 14 octobre 2004, p.2342 (question 13389) ; Actions de préférence : qualité du commissaire aux apports, *Jolynews*, n° 437, 5 janvier 2005.

<sup>87</sup> Arlette Grosskost : Emission d'actions de préférence au profit d'actionnaires nommément désignés, notion d'actionnaire, *JO AN Q*, 24 août 2004, p.6685 (question n° 43987).

<sup>88</sup> Thierry Bonneau : Procédure des avantages particuliers, *Droit des sociétés*, décembre 2004, commentaires p.36.

<sup>89</sup> Michel Germain : La création et la disparition des actions de préférence, *Revue de droit bancaire et financier*, n° 5, septembre-octobre 2004, p.367 ; Françoise Monod : Les actions de préférence : comment utiliser la

« catégories de personnes répondant à des caractéristiques déterminées ». Cet auteur considère que la procédure des avantages particuliers ne pourrait pas s'appliquer sauf à établir la fraude. Le décret du 10 février 2005 précise le contenu du rapport du commissaire aux avantages particuliers (D. n° 67-236, 23 mars 1967, article 169 nouveau). On peut effectivement craindre des redondances entre les différents rapports des commissaires aux comptes<sup>90</sup>.

La procédure des avantages particuliers doit-elle s'appliquer en cas de préférence négatives ? On peut s'interroger en effet sur la nécessité de protéger les actionnaires de l'émetteur dans ce cas là. Mais le texte n'introduit aucune distinction, qui aurait troublé les dispositions sans appel de l'article L228-15.

Le maintien d'une telle procédure dans la réforme entrave de manière importante le recours aux actions de préférence. Il aurait été profitable que celle-là soit écartée, notamment pour son application en capital-risque ou en LBO, car elle constitue une protection dont n'ont nul besoin les acteurs de ce type d'opérations, avertis de l'enjeu de l'octroi d'une telle faveur.

#### **b. La protection des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital**

**31.** L'ordonnance 2004-604 du 24 juin 2004 a réformé le régime des valeurs mobilières donnant accès au capital. Les mesures de protection des titulaires de ces valeurs restent néanmoins proches des anciennes dispositions du décret de 1967 sur la protection des porteurs d'obligations convertibles en actions et d'obligations à bons de souscription d'actions. L'article L228-98 prévoit la nécessaire autorisation par le contrat d'émission des titres donnant accès au capital, ou par la masse des porteurs, des modifications portées à la règle de répartition des bénéfices, de l'amortissement du capital, et de l'émission d'actions de préférence. L'article L228-103, organise la création d'autant de masses que de « *nature de titres donnant les mêmes droits* »<sup>91</sup>, ce qui multiplie le nombre de consultations obligatoires. L'autorisation peut avoir lieu après ouverture de la période de souscription. En outre, il faut prendre les dispositions nécessaires au maintien des droits des porteurs dans les conditions définies à l'article L228-99. Or cet article ne vise la protection des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital que dans le cas d'une « *modification de la répartition des bénéfices par la création d'actions de préférence* ». Il semblerait donc que seule la création

---

procédure d'avantages particuliers ?, Les Petites affiches, n° 219, 2 novembre 2004, p.8 ; Jacques Mestre : Les actions de préférence, Revue Lamy droit des affaires, n° 78, janvier 2005, p.11.

<sup>90</sup> Alain Viandier : Les actions de préférence, JCPE, n° 40, 30 septembre 2004, p.1536.

<sup>91</sup> Des difficultés d'interprétation importantes sont soulevées quant à cette expression. Les praticiens redoutent notamment que le prix ne constitue un de ces « droits », et qu'alors on distingue les masses aussi en fonction de ce critère, et non de la seule nature du titre.

d'actions de préférence à préférence financière (positive ou négative), entraîne la consultation de la masse, si le contrat d'émission n'a pas réservé cette éventualité<sup>92</sup>.

Pourtant, le Comité juridique de l'ANSA fait primer la généralité de l'article L228-98, et considère que la protection des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital doit être respectée dans tous les cas<sup>93</sup>. Le Comité semble distinguer en effet, entre la protection par l'information, la plus précise possible, qu'elle soit donnée directement par le contrat d'émission (incluant une description des avantages susceptibles d'être accordés aux actions de préférence) ou en cas de convocation de la masse, et les réserves relatives au maintien des droits des porteurs selon L225-99. Le renvoi à l'article L228-99 serait purement procédural. Cependant, l'article L225-98 vise, dans l'alinéa 3 relatif aux actions de préférence, « *ces mêmes réserves* », sans distinguer entre information et ajustement des valeurs.

Une interprétation du décret d'application du 10 février 2005<sup>94</sup>, et plus particulièrement de l'article 242-13, pourrait également infirmer la thèse du Comité de l'ANSA. En effet, le décret ne prévoit l'avis aux porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital qu'en cas « *d'opération nécessitant l'application de l'article L228-99 du code de commerce* ». Aucune disposition du décret ne se réfère à l'article L228-98, pour prévoir les formalités à suivre dans l'information des porteurs. L'article L228-99 préciserait les cas d'application de l'article L228-98, et il ne faudrait pas distinguer entre obligation d'information générale sur une émission d'actions de préférence, et information spéciale en cas de modification de la répartition des bénéfices du fait de cette émission. L'autorisation de la masse des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital en cas d'émission d'actions de préférence resterait nécessaire, si le contrat d'émission ne prévoit rien, lorsque : (i) l'émission est réalisée avec droit préférentiel de souscription, (ii) ou les actions de préférence sont attribuées gratuitement par distribution de réserves, (iii) et/ou les actions de préférence confèrent des droits financiers particuliers.

La nécessité de recevoir l'autorisation de la masse des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital pénalise notamment les sociétés de capital-risque, qui font un usage important des titres composés et bons de souscription d'actions. L'émetteur choisira sans doute entre ce type de produits, et le recours à des actions de préférence avec mécanisme de conversion ou

---

<sup>92</sup> Alain Pietrancosta : La protection des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital après l'ordonnance du 24 juin 2004, Droit des sociétés, janvier 2005, p.7, n° 24.

<sup>93</sup> Comité juridique de l'ANSA, n° 05-003.

<sup>94</sup> Décret n° 2005-112 du 10 février 2005 modifiant le décret n° 67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales et relatif aux valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales, JO du 12 février 2005, p.2404.

de rachat, puisque les deux instruments ne coexistent qu'avec difficultés. On peut douter de la capacité des actions de préférence à s'imposer face aux bons de souscription d'actions. Les praticiens se méfieront sans doute de la nouvelle catégorie de titres, dont les modalités de conversion et rachat ne sont pas suffisamment définies par le texte, et s'en tiendront aux recettes éprouvées et consacrées en jurisprudence.

## **B. Conversion et rachat**

### *1. La conversion des actions de préférence*

#### **a. Une hypothèse particulière : la conversion des titres « *en voie d'extinction* » en actions de préférence**

**32. 1) principe :** L'ordonnance prévoit plusieurs procédés pour favoriser la disparition des titres dits « *en voie d'extinction* » (actions à dividende prioritaire sans droit de vote, certificats d'investissement, actions de priorité). Ainsi l'article L228-29-9 réserve aux titulaires de ces titres particuliers un droit préférentiel de souscription des actions de préférence qui confèreraient des droits équivalents à ceux qu'ils possèdent. Puis l'ordonnance détaille pour chaque catégorie de titres des obligations à la charge de l'émetteur. L'article L228-33 dispose qu'en cas d'attribution gratuite d'actions, de nouvelles actions de préférence sans droit de vote et assorties des mêmes droits que les certificats d'investissement doivent être créées et remises gratuitement aux propriétaires de ces certificats. L'article L228-34 prévoit une obligation équivalente en cas d'augmentation du capital en numéraire. L'article L228-35-7 organise quant à lui ces deux opérations pour les porteurs d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote.

La conversion des anciens titres est aussi envisagée par le texte ; mais l'ordonnance ne donne de précisions qu'en cas de conversion en actions ordinaires. L'ordonnance dispose en effet que dans le cas de la conversion d'actions de priorité ou d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote en actions ordinaires, exception peut être faite à l'article L225-99 par les statuts ou le contrat d'émission : la décision de l'assemblée spéciale relative à la conversion ne s'impose pas aux porteurs des titres en voie d'extinction. En effet, les droits financiers des porteurs sont réduits par une telle conversion, ce qui explique leur faculté d'opposition. A l'inverse, en cas de refus de la majorité à l'assemblée spéciale, les porteurs de ces titres pourraient accepter individuellement la conversion.

**2) procédure :** En cas de conversion en actions de préférence, ce qui semble être la solution la plus prônée par le Rapport au Président de la République<sup>95</sup>, la doctrine s'est interrogée sur la procédure à suivre. Ainsi le Comité juridique de l'ANSA considère que l'approbation de l'assemblée spéciale des titulaires des titres à convertir n'a pas à être obtenue en cas de conversion en actions de préférence disposant de droits exactement identiques<sup>96</sup>. En effet, selon l'article L225-99, l'approbation de l'assemblée spéciale n'est requise qu'en cas de modification des droits relatifs à une catégorie d'actions. Pour d'autres, la conversion emporte modification des droits, « entendue largement »<sup>97</sup>. Les droits accordés sont les mêmes, mais l'instrument est différent. On peut en effet préciser que la conversion en actions de préférence entraîne l'application du régime réservé à ces titres, qui comprend notamment la faculté pour l'assemblée générale de décider du rachat des actions de préférence. Or cette faculté d'exclusion n'était pas envisageable à l'encontre des titulaires d'actions prioritaires ou d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote si elle n'avait pas été acceptée par chacun d'eux. Et la conversion peut aussi ajouter des droits, qui sont réservés aux actions de préférence : par exemple les droits particuliers à l'information (L228-16, L228-19), les droits à l'échange en cas de fusion ou scission (L228-17), le remboursement en cas de défaut de liquidité du titre sur un marché réglementé (L228-20). En conséquence, il y a bien modification des droits des porteurs de ces titres, en cas de conversion en actions de préférence. Cette modification n'est pas due aux « *droits particuliers* » conférés par les actions de préférence, qui peuvent être en tous points calqués sur ceux des titres en voie d'extinction, mais elle est due au régime des actions de préférence.

La conversion des actions de priorité ou à dividende prioritaire en actions de préférence présente un avantage incontestable de simplification de la gestion des titres pour l'émetteur. Et la coexistence des catégories anciennes avec les actions de préférence entraîne autant de réunions d'assemblées spéciales en cas de modification des droits de ces titres.

### **b. Modalités de la conversion d'actions préexistantes en actions de préférence**

**33.** Le mécanisme de conversion peut s'opérer à partir d'une action de préférence (préexistante), ou vers une action de préférence (à créer). L'article L228-15 prévoit cette modalité particulière de création d'actions de préférence : « *les titulaires d'actions devant être*

---

<sup>95</sup> Rapport au Président de la République sur l'ordonnance portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales Ministère de la Justice, JO n° 175 du 30 juillet 2004, p.13577.

<sup>96</sup> Comité juridique de l'ANSA, n° 04-075.

<sup>97</sup> Christophe Baert : Les actions de priorité : une catégorie de titres en voie d'extinction après l'ordonnance du 24 juin 2004, Joly Sociétés, décembre 2004, §314, p.1571.

*converties en actions de préférence de la catégorie à créer ne peuvent, à peine de nullité de la délibération, prendre part au vote sur la création de cette catégorie et les actions qu'ils détiennent ne sont pas prises en compte pour le calcul du quorum et de la majorité, à moins que l'ensemble des actions ne fassent l'objet d'une conversion en actions de préférence* ». Cette procédure particulière semble se différencier de la procédure des avantages particuliers pourtant évoquée à l'alinéa précédent. Jacques Mestre distingue entre deux hypothèses, selon que la conversion est offerte à tous les porteurs d'un titre de la catégorie, ou seulement à quelques uns<sup>98</sup>. Dans ce dernier cas, il y aurait donc deux procédures à suivre : celle des avantages particuliers et celle évitant les conflits d'intérêts. En cas de conversion d'une catégorie d'actions particulières, il faut en outre respecter l'article L225-99 et consulter l'assemblée spéciale.

### **c. Conversion d'actions de préférence dans une autre catégorie d'actions**

**34. 1) organe compétent :** L'article L228-12 confère à l'assemblée générale extraordinaire la compétence pour décider de la conversion des actions de préférence. Les modalités de conversion sont calquées sur celles de l'émission de capital : rapport spécial des commissaires aux comptes, possibilité de déléguer son pouvoir au conseil d'administration, mais elles peuvent aussi être organisées par les statuts. Il ne semble pas qu'il faille réserver la possibilité de délégation de pouvoir au conseil d'administration dans le seul cas où la conversion conduit à une augmentation de capital. En effet, le texte renvoie aux « *conditions fixées par les articles L225-129 à L225-129-6* »<sup>99</sup>. Pour les cas où la conversion entraînerait une augmentation de capital, l'article L225-132 prévoit que la décision de l'assemblée emporte la renonciation des actionnaires au droit préférentiel de souscription aux actions issues de la conversion.

**2) assemblée spéciale des porteurs d'actions de préférence :** En cas de décision de conversion par l'assemblée en cours de vie sociale, l'assemblée spéciale des titulaires d'actions de préférence doit accepter la modification de ses droits. Cette autorisation n'a pas lieu d'être si l'acceptation de la conversion est donnée selon le contrat d'émission et les statuts. Les modalités figurant dans les statuts ne doivent pas faire dépendre la conversion des actions de préférence d'une condition potestative. Elles peuvent prévoir un terme certain ou incertain, ainsi que le mode de calcul de la parité de conversion. On peut aussi envisager que la conversion procède de l'initiative du souscripteur.

---

<sup>98</sup> Jacques Mestre : Les actions de préférence, Revue Lamy droit des affaires, n° 78, janvier 2005, p.11.

<sup>99</sup> Comité juridique de l'ANSA, n° 04-078.

**3) modalités de la conversion :** L'article L228-14 permet une conversion des actions de préférence en actions ordinaires ou en d'autres actions de préférence. Cette souplesse paraît particulièrement bienvenue en matière d'investissement par les sociétés de capital-risque notamment. En effet, la conversion des actions de préférence reçues lors d'un premier tour de table permet d'éviter la dilution lors des apports ultérieurs. La relation est assurée aujourd'hui essentiellement par le biais de bons de souscription d'actions *ratchet*.

Il ne serait ni nécessaire ni judicieux de fixer précisément dans les statuts une parité de conversion, mais il faut plutôt envisager une méthode permettant de la déterminer, ou les conditions de déclenchement de la conversion. Dans cette situation, la conversion des actions de préférence d'origine entraîne une augmentation du nombre d'actions détenues chez l'investisseur (pour éviter la dilution, en cas de dévalorisation de la société notamment).

Le législateur n'a pas précisé comment se coordonnent les opérations de conversion, de libération des actions issues de la conversion. Une question écrite a été posée au gouvernement pour un éclaircissement<sup>100</sup>, sans réponse à ce jour. On peut recourir à la prime d'émission des actions d'origine<sup>101</sup>.

**a) l'utilisation de la prime d'émission :** Cette solution a été retenue en pratique en cas de transformation d'une société en commandite par actions, pour l'indemnisation des commandités<sup>102</sup>. Mais cette possibilité heurte le principe d'égalité des actionnaires : en cas de distribution de réserves, ou en cas d'augmentation de capital par incorporation de fonds propres, sauf à considérer que l'article L225-132 alinéa 1er y fait exception<sup>103</sup>. La conversion implique l'octroi d'un avantage particulier. Il faudrait alors prévoir, avant émission des actions de préférence, une affectation conventionnelle de la prime d'émission, idéalement par une résolution spéciale d'assemblée générale, puis accorder l'avantage particulier de conversion aux actions de préférence, par la résolution d'émission. Cet avantage est limité : au-delà du montant de la prime, l'investisseur n'est pas assuré de garder sa part dans le capital de la société. A tout le moins, il recevra le maximum de titres possibles en fonction de son investissement initial. Il faut également considérer que l'utilisation de la prime est

---

<sup>100</sup> Philippe Adnot, question écrite n° 13314, 29 juillet 2004.

<sup>101</sup> Rapport du MEDEF : Les actions de préférence, DAJ, mai 2001 ; Rapport AFIC : Action de préférence, 8 juillet 2003 ; Olivier Edwards : Les actions convertibles : nous l'avons rêvé..., Capital finance, n° 716, 28 juin 2004.

<sup>102</sup> Mémento Francis Lefèbvre, Sociétés commerciales, 2005, n° 14434.

<sup>103</sup> Philippe Torre et Jean-Philippe Querner : Quelques conséquences sur les activités de capital investissement de l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières, JCPE, n° 42, 14 octobre 2004, p.1621.

subordonnée à l'apurement des pertes éventuelles de la société ; or les tours de table supplémentaires sont souvent la conséquence d'une situation déficitaire.

**b) la diminution du nominal des titres :** On peut aussi envisager que la conversion entraîne une diminution du pair des actions<sup>104</sup>. Cette opération n'a aucun effet sur le montant du capital, mais conduirait à une attribution « gratuite » d'actions. La division du pair s'applique à toutes les actions de la catégorie bénéficiaire de la clause de *ratchet*. Certains auteurs considèrent que l'opération correspondrait juridiquement « à la création de nouvelles actions par division de la valeur nominale suivie de la cession à titre gratuit par les actionnaires non bénéficiaires d'actions de préférence d'une partie de leurs actions au profit du ou des bénéficiaires du *ratchet* »<sup>105</sup>. Au contraire, si tous les actionnaires bénéficient d'un *ratchet*, lorsque tout le capital social est représenté par des actions de préférence, cet inconvénient (aux conséquences fiscales non négligeables) n'existe pas. L'équilibre des pouvoirs serait maintenu pour tous.

Quelle que soit la méthode retenue entre l'utilisation de la prime d'émission et la réduction du pair, la conversion des actions de préférence apparaît délicate. On peut supposer que les praticiens attendront une précision législative ou réglementaire sur la procédure à suivre. Les actions de préférence offrent sans doute un outil juridique innovant, mais on peut craindre que leur complexité en matière de conversion ne soit un frein à leur utilisation. En effet, les professionnels se satisferont des procédés classiques, peut-être jugés archaïques : promesse de cession de titres par les fondateurs, bons de souscription d'actions. Ces instruments simples ont l'avantage d'être peu coûteux à mettre en place et à utiliser. Il n'est pas nécessaire de modifier les statuts à chaque utilisation, alors que la conversion des actions de préférence, surtout si elle se répète, fait chanceler les équilibres établis dans d'autres domaines (valorisation garantie à la sortie, ou priorité sur le boni de liquidation par exemple). La variabilité de la valeur de l'action qui découle du mécanisme de conversion ne permet pas à l'investisseur d'avoir une vision claire de sa participation. Les actions de préférence ne doivent pas se transformer en « usine à gaz », trop gourmande en honoraires d'avocats pour intéresser les sociétés en développement.

---

<sup>104</sup> L'article L228-8 du code de commerce permet que la valeur nominale des actions ne soit pas mentionnée dans les statuts. Le recours aux actions de quotité est donc particulièrement utile en cas d'émissions successives d'actions de préférence. Néanmoins, lors des augmentations de capital, il convient de déterminer le pair des actions existantes afin de distinguer la part du prix de souscription qui est inscrite comptablement au capital, de celle inscrite en prime d'émission.

<sup>105</sup> Philippe Torre et Jean-Philippe Querner : Quelques conséquences sur les activités de capital investissement de l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières, JCPE, n° 42, 14 octobre 2004, p.1621.

#### **d. Conversion d'actions de préférence entraînant réduction du capital social**

**35.** L'article L228-14 dispose : « *En cas de conversion d'actions de préférence en actions aboutissant à une réduction de capital non motivée par des pertes, les créanciers dont la créance est antérieure à la date du dépôt au greffe du procès-verbal de délibération de l'assemblée générale, ou du conseil d'administration ou du directoire en cas de délégation, peuvent former opposition à la conversion dans le délai et suivant les modalités fixés par décret en Conseil d'Etat* ». Le recours à une parité de conversion peut effectivement conduire à ce « décrochage » dans le montant de capital émis. En cas de réduction, faut-il constituer une réserve spéciale, pour affecter les sommes décapitalisées ?<sup>106</sup> Le Rapport au Président de la République précise que la réduction du capital n'appelle pas décision de l'assemblée générale extraordinaire, car elle « se présente en effet comme la simple résultante de l'émission des actions de préférence décidée par l'assemblée »<sup>107</sup>. Le conseil d'administration ne procéderait qu'à la traduction comptable d'une décision d'assemblée pour la conversion (dans les statuts ou décision en cours de vie sociale), qui emporte éventuellement réduction de capital. L'article L228-11 alinéa 3 exprime également cette idée. Il peut déléguer cette « constatation » au directeur général conformément à l'article 165 IV du décret n° 67-236 du 23 mars 1967.

Toutefois, la procédure d'opposition des créanciers est logiquement maintenue. Certains auteurs considéraient que cette procédure ne s'imposait qu'en cas de réduction de capital entraînant distribution<sup>108</sup>. Le décret n° 2005-112 du 10 mars 2005 renvoie aux conditions prévues à l'article 180 du décret de 1967 : l'opposition doit être formée dans un délai de vingt jours à compter de la date de dépôt au greffe du procès-verbal de la décision d'assemblée. Ce renvoi est à adapter à la situation où la conversion résulte de l'application des modalités fixées par les statuts. En fait, l'opposition des créanciers devrait alors s'exercer dans le délai suivant la modification des statuts par l'assemblée, et non pas dans celui de la mise en œuvre de la réduction de capital. Les créanciers ultérieurs à la stipulation de conversion sont présumés conscients du risque de réduction du capital. Ce délai, souvent inutile en pratique compte tenu du peu d'attention porté aux journaux d'annonces légales, paraît donc une scorie d'un autre âge à l'heure de la SARL au capital d'un euro.

---

<sup>106</sup> Michel Germain : La création et le disparition des actions de préférence, Revue de droit bancaire et financier, n° 5, septembre-octobre 2004, p.368.

<sup>107</sup> Rapport au Président de la République sur l'ordonnance portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales, Ministère de la Justice, JO n° 175 du 30 juillet 2004, p.13577.

<sup>108</sup> Voir par exemple : Mémento Francis Lefèbvre, Sociétés commerciales 2005, n° 12180.

La possibilité de réduire le capital par conversion des actions de préférence pourra être exploitée pour reluer les participations des fondateurs, en matière de capital-risque. En effet, le bon de souscription d'action est difficilement offrable à ces actionnaires. Aux conditions du marché, son prix est prohibitif pour ces personnes physiques qui n'ont pas en général de fortune personnelle. A des conditions préférentielles, le bon s'accompagne de conséquences fiscales nettement dissuasives. La conversion des actions de préférence en actions ordinaires ayant une valeur de souscription inférieure permet au fondateur d'obtenir une part plus grande dans le capital de la société, sans rien déboursier. La différence entre la valeur de l'action de préférence et celle de l'action ordinaire est inscrite en prime d'émission.

L'occasion de définir le fonctionnement de la conversion d'actions d'une catégorie en une autre n'a pas été saisie par le législateur, alors que l'interrogation préexistait à l'ordonnance, en matière d'actions de priorité. L'incertitude qui naît de l'insuffisance du texte ne permet pas aux praticiens d'exploiter l'ensemble des potentialités des actions de préférence. Le rachat de ces titres soulève moins de questions.

## ***2. Le rachat des actions de préférence***

### **a. Le principe du rachat**

**36.** L'ordonnance du 24 juin 2004 importe en France et généralise une pratique qui préexistait dans les pays anglo-saxons sous la forme d'actions de préférence remboursables : les *redeemable shares*. La forme des SAS permet également d'envisager ce mécanisme, mais la formule n'était pas possible dans les autres sociétés, rigidité condamnée par le MEDEF<sup>109</sup>. La reconnaissance d'un droit de retrait était appelée par les associations de défense d'actionnaires et d'investisseurs. La distinction entre titres de capital et titres de créance semble s'amoindrir avec l'introduction de cette faculté, ce qui laisse entrevoir des montages internationaux intéressants, par le jeu des qualifications juridiques. Le principe interdisant la conversion d'actions en titres de créance fixé à l'article L228-91 alinéa 5 serait très amoindri. Il semble toutefois que les statuts ne sauraient prévoir une date précise fixée à l'avance et un prix déterminé pour le rachat des actions sans tomber dans le champ de cette prohibition.

**37. La décision du rachat.** La souplesse de ce rachat est effectivement attirante : l'article L228-12 dispose que le rachat est décidé en principe par l'assemblée générale extraordinaire,

---

<sup>109</sup> Rapport du MEDEF : Les actions de préférence : pour une modernisation du droit des valeurs mobilières, DAJ, mai 2001.

mais que « *les modalités de rachat [...] peuvent également être fixées dans les statuts* ». Le décret du 10 février 2005 précise les conditions dans lesquelles l'assemblée se prononce<sup>110</sup>, et sur l'obligation de constatation des opérations à laquelle est soumis le conseil d'administration. La stipulation dans les statuts des modalités de rachat a soulevé plusieurs questions en doctrine. On s'est interrogé sur la suffisance de dispositions statutaires pour organiser une telle éviction. En effet, certains auteurs<sup>111</sup> considèrent que les statuts doivent nécessairement comporter une clause permettant le rachat pour que celui-ci soit envisageable. La seule décision de l'assemblée ne suffirait pas à pratiquer cette exclusion particulière, car la directive européenne n° 77/91 du 13 décembre 1976 prévoit que le retrait forcé d'actionnaires doit être prescrit ou autorisé par les statuts ou l'acte constitutif avant la souscription des actions qui font l'objet du retrait. On peut s'interroger sur la validité d'une décision de l'AGE autorisée par l'assemblée spéciale des titulaires d'actions de préférence. La loi n'exige pas la réunion de l'assemblée spéciale ; les auteurs semblent plutôt en faveur de cette consultation<sup>112</sup>. En fait, il semblerait qu'il faille un accord individuel de ces actionnaires si le rachat n'a pas été envisagé dans les statuts, donc une décision à l'unanimité de l'assemblée spéciale. Il s'agit d'une modification à l'extrême des droits attachés à leurs actions, et l'on ne peut déduire de l'absence de précision du texte que le rachat constitue une exception à l'article L225-99.

## **b. Modalités du rachat**

**38. Le sens du rachat.** S'agit-il d'un rachat à l'initiative de la société, ou peut-on prévoir dans les statuts une faculté de retrait ? Une interprétation stricte du terme rachat conduirait à réserver l'initiative de l'opération à la société. En effet, le mot « rachat » se distingue dans le texte même de l'ordonnance, de celui de « remboursement », qui indique la sollicitation de l'actionnaire ; de même, le terme rachat a jusqu'à présent un sens particulier en droit des sociétés, celui de l'exclusion de l'associé<sup>113</sup>. Pourtant, il est communément retenu que la liberté statutaire prévaut, et que les sociétés peuvent donner à leurs actionnaires la faculté d'exiger le rachat de leurs actions. Les stipulations organisant ce rachat doivent néanmoins

---

<sup>110</sup> Article 206-4 nouveau, décret 67-236 du 23 mars 1967.

<sup>111</sup> Mémento Francis Lefebvre, Société commerciales 2005, n° 18206. Contra : l'application de la directive ne joue pas horizontalement en l'espèce.

<sup>112</sup> Alain Viandier : Les actions de préférence, JCPE, n° 40, 30 septembre 2004, p.1528 ; Jacques Mestre : Les actions de préférence, Revue Lamy droit des affaires, n° 78, janvier 2005, p.11.

<sup>113</sup> Michel Germain : La création et la disparition des actions de préférence, Revue de droit bancaire et financier, n° 5, septembre-octobre 2005, p.368.

être suffisamment précises, et dans le respect de la prohibition des clauses léonines<sup>114</sup>. On peut comprendre l'intérêt de telles clauses en matière de capital-investissement : les statuts peuvent prévoir un rachat des actions de l'investisseur qui ne trouveraient pas d'acquéreur, ou organiser les sorties conjointes (*tag along*), ou les sorties forcées (*drag along*), habituellement prévues dans des pactes d'actionnaires. On peut aussi considérer que le rachat par la société des titres de l'investisseur permet de lui garantir une valorisation de sortie, la société ayant la charge de revendre à un tiers ou aux actionnaires les titres reçus. Cette possibilité est intéressante pour les fonds communs de placement dans l'innovation et fonds communs de placement à risque notamment, qui doivent s'assurer de leur sortie à une date déterminée, pour remplir leur obligation de restitution de fonds à leurs associés. Il ne semble pas qu'une telle stipulation soit nécessairement contraire aux principes de droit des sociétés, mais le risque de qualification de clause léonine limite la possibilité de garantir une valeur déterminée de sortie. Celle-ci resterait l'apanage des pactes d'actionnaires. Et l'on peut s'interroger sur la violation potentielle de l'intérêt social, si le rachat était amené à jouer en cas de capitaux propres négatifs...

**39. Le remboursement des actions cotées.** L'article L228-20 illustre d'un exemple particulier les possibilités statutaires de rachat. « *Lorsque les actions de préférence sont inscrites aux négociations sur un marché réglementé, elles peuvent être rachetées ou remboursées, à l'initiative de la société ou du porteur, si le marché n'est pas liquide, dans les conditions prévues par les statuts* ». La lecture de ce texte peut être plus ou moins favorable à la société. En effet, on peut considérer que la société a intérêt à prévoir une faculté de rachat si le titre émis n'est pas liquide. Ce défaut de liquidité risque de susciter le désintérêt du public pour la société, et la baisse de la valeur de l'action. L'émetteur resterait soumis aux charges lourdes de la gestion des titres, notamment la convocation des assemblées spéciales, les rapports spéciaux des organes sociaux, des commissaires aux comptes... Mais la stipulation dans les statuts d'une faculté de remboursement en cas de problème de liquidité peut se révéler également piègeuse pour l'émetteur, qui devra rembourser des titres en puisant dans sa trésorerie, à la réalisation de la condition d'illiquidité du marché. Cette notion n'a pas été définie clairement, ce qui découvre une source d'insécurité juridique. L'intérêt que pourraient avoir les actions de préférence dans le marché réglementé ne compense pas les risques, les charges qu'elles emportent.

---

<sup>114</sup> Comité juridique de l'ANSA, n° 05-001. Les actions de préférence offrent donc un cadre plus strict que le pacte d'actionnaires, qui lui, peut déterminer un prix de remboursement du bénéficiaire.

**40. Les bénéficiaires du rachat.** Le rachat peut-il n'être réservé qu'à certains actionnaires ? Le principe d'égalité des actionnaires au sein d'une même catégorie semble autoriser la stipulation d'un droit au rachat prioritaire de certaines catégories d'actions de préférence. Mais lorsque le rachat est initié par l'émetteur, il semble qu'il doit être proposé à tous les actionnaires titulaires des titres de la catégorie rachetée. La société ne peut favoriser d'elle-même un des actionnaires. En revanche, la faculté de rachat laissée au choix des actionnaires eux-mêmes n'impose pas qu'elle soit pratiquée par tous. En effet, on peut l'envisager comme une proposition ouverte de la société, qui est acceptée ou non par les actionnaires lorsque les conditions prévues par les statuts sont réunies. Mais il semble dangereux de prévoir une telle faculté. Outre les problèmes de qualification juridique (entre action et obligation), et la menace de nullité des clauses léonines, la société risque d'avoir à gérer des catégories d'actionnaires avec un nombre très restreint de personnes concernées, compte tenu des retraits opérés. Il serait plus sage pour la société de prévoir un seuil plancher en nombre d'actionnaires dans la catégorie offrant le remboursement, pour initier un rachat et limiter ainsi la charge de gestion des titres.

### **c. La variabilité du capital social**

**41.** L'édition des modalités de rachat doit se faire dans le respect des principes de droit des sociétés, auxquels peuvent s'ajouter les principes de droit boursier, si les titres sont cotés. On peut rappeler les limites à l'auto-détention par la société de ses propres titres, données par les articles L225-207 à L225-217. Selon les cas, les actions rachetées entraînent une réduction du capital, une attribution aux salariés, une cession dans l'année, ou ne doivent pas dépasser la limite de 10 % du capital dans les sociétés cotées.

La réduction du capital paraît la solution la plus simple. En effet, les droits de préférence accordés par la société ne conviennent pas nécessairement pour une attribution aux salariés de ces titres<sup>115</sup>. En cas de rachat, on imagine surtout que la société a souhaité se libérer des obligations auxquelles l'astreignaient les actions de préférence, et qu'elle ne souhaite donc pas les remettre sur le marché. Et si la détention fait suite à un remboursement, c'est certainement que la cession des titres n'a pas été possible. Pourtant, la réduction du capital est une opération lourde de conséquences. Certains auteurs<sup>116</sup> ont voulu en limiter la portée, en considérant que le rachat des actions de préférence ne conférerait pas aux créanciers un droit

---

<sup>115</sup> Voir *supra* : droit de vote, les limites stratégiques (P1. II. A. 1.).

<sup>116</sup> Alain Viandier : Les actions de préférence, JCPE, n° 40, 30 septembre 2004, p.1528.

d'opposition. Le texte de l'ordonnance ne prévoit pas expressément ce droit, contrairement au cas de la conversion. Mais le régime légal ne saurait être écarté par une omission<sup>117</sup>. Il faut donc respecter le délai de vingt jours. Mais à partir de quelle date court ce délai ? Si le rachat dépend d'une décision d'assemblée, mettant en œuvre une stipulation statutaire de principe, le droit commun s'applique et le délai court à compter du dépôt au greffe du procès-verbal. Si les statuts prévoient les modalités de rachat, on est tenté de reproduire le raisonnement appliqué en matière de conversion des actions de préférence : le délai court à partir de la modification des statuts. Néanmoins, l'atteinte à la situation financière de la société est potentiellement supérieure au cas de conversion. En effet, le rachat implique le versement d'un prix (ou s'agit-il d'une indemnité ?) qui aura un impact fort sur la trésorerie de la société, donc sur sa capacité de paiement. Le risque de procédure collective est plus grand.

Dans les sociétés cotées, l'auto détention par une société de ses propres titres est tolérée. Mais le droit boursier restreint de plus en plus les cas de rachat autorisé. Le droit communautaire<sup>118</sup> régit les programmes de rachat, qui permettent aux sociétés de gérer leurs fonds propres (ce qui correspond au rachat des actions de préférence) ; on peut donc envisager que le rachat décidé par l'émetteur devra se conformer aux impératifs d'information du public notamment.

La réduction du capital de la société par l'effet du rachat ou du remboursement des titres semble contraire à la prohibition du capital variable pour les sociétés anonymes posée par l'article L231-1. En effet, le rachat est assimilable à une reprise totale ou partielle des apports en numéraire. L'option du rachat ne serait donc envisageable que dans les sociétés de forme différente, ainsi que dans les coopératives et les SICAV. Pourtant, c'est sans doute dans la SA qu'une telle souplesse constituerait un mieux ; la SAS n'a pas besoin des actions de préférence pour organiser une telle faculté.

Les modalités de création et de disparition des actions de préférence sont empruntées d'un classicisme qui contraste avec l'ambition affichée de simplifier la gestion des titres pour les émetteurs. L'impression d'un texte schizophrène, entre la promotion de la liberté statutaire et le maintien de procédures légales relativement lourdes, est renforcée par l'analyse du système de protection des porteurs d'actions de préférence.

---

<sup>117</sup> Comité juridique de l'ANSA, n° 05-001.

<sup>118</sup> Directive-cadre bus de marché n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003 et règlement européen n° 2273/2003 du 22 décembre 2003.

## ***II - Protection des porteurs d'actions de préférence***

### **A. L'assemblée spéciale des titulaires d'actions de préférence**

42. L'ordonnance du 24 juin 2004 fait référence à une assemblée spéciale des porteurs d'actions de préférence à l'article L228-19 : « *Les porteurs d'actions de préférence, constitués en assemblée spéciale, ont la faculté de donner mission à l'un des commissaires aux comptes de la société d'établir un rapport spécial sur le respect par la société des droits particuliers attachés aux actions de préférence* ». Mais les droits des titulaires d'actions de préférence ne se limitent pas à cette disposition. En effet, il convient de leur faire bénéficier de l'article L225-99, qui s'applique aux porteurs de titres formant une catégorie d'actions, et il faut leur reconnaître un droit particulier en cas de fusion ou de scission, prévu par l'article L228-17.

Il ne semble pas que l'organisation de droits de préférence *ad libitum* par les statuts permette à la société de limiter le droit de vote des porteurs d'actions de préférence dans l'assemblée spéciale<sup>119</sup>, quoique l'ancien article L228-15 alinéa 2 ait disparu avec la réforme. Cet article disposait que les actionnaires privés de droit de vote pouvaient participer aux assemblées spéciales.

#### ***1. L'assemblée spéciale des actionnaires d'une même catégorie***

43. L'article L225-99 prévoit que « *la décision d'une assemblée générale de modifier les droits relatifs à une catégorie d'actions n'est définitive qu'après approbation par l'assemblée spéciale des actionnaires de cette catégorie* ». Les actions de préférence forment une catégorie d'actions particulière, par rapport aux actions ordinaires, mais aussi éventuellement avec d'autres actions de préférence. On distingue donc aujourd'hui : les actions de préférence et les actions ordinaires, les actions de préférence qui n'offrent pas les mêmes droits particuliers, les actions de capital et les actions de jouissance, les actions partiellement

---

<sup>119</sup> Jacques Mestre : Les actions de préférence, Revue Lamy droit des affaires, n° 78, janvier 2005, p.11 ; *contra* : Véronique Magnier : Actions de préférence : à qui profite la préférence ? , Recueil Dalloz 2004, Chroniques, p.2559.

amorties et les actions non amorties, celles entièrement libérées et non entièrement libérées, les actions à droit de vote simple et les actions à droit de vote double<sup>120</sup>.

**1) la notion de modification des droits attachés à une catégorie :** La modification des droits d'une catégorie d'actions n'entraîne consultation de l'assemblée spéciale que si elle constitue une modification juridique, et, en principe, lorsqu'il s'agit d'un changement à la baisse<sup>121</sup>. La modification et l'amortissement du capital peuvent avoir un impact objectif sur les droits des actions de préférence, et à ce titre, leur décision devrait entraîner la convocation d'une assemblée spéciale des titulaires de ces actions. L'article L228-16 dispose qu'en une telle situation « l'assemblée générale extraordinaire détermine les incidences de ces opérations sur les droits des porteurs d'actions de préférence ». On peut s'interroger sur l'effet de cette précision quant à la nécessité de réunir une assemblée spéciale des actionnaires privilégiés. L'assemblée générale pourrait-elle considérer que l'opération n'a pas d'effet sur les préférences accordées, et qu'ainsi, l'assemblée spéciale n'a pas à être réunie<sup>122</sup> ? Jacques Mestre déduit que la formalité de l'article L225-99 n'a pas à être suivie<sup>123</sup>. On peut considérer plutôt que le législateur rappelle la prise en compte des incidences de la modification, qui, lorsqu'elles affectent les droits des actions de préférence, entraînent la convocation d'une assemblée spéciale. Cette assemblée pourrait se prononcer au regard de ce « rapport » de l'assemblée générale sur les opérations envisagées.

En fait, la nouveauté du texte tiendrait plutôt au fait que les statuts peuvent constater ces incidences. Alors, il serait possible d'organiser à l'avance le sort des actions de préférence en cas de modification ou d'amortissement du capital, par exemple en excluant la réunion de l'assemblée spéciale. Cette exclusion est valable si elle est prévue à l'émission des actions de préférence, ou que l'assemblée spéciale des actionnaires y consent. Cette possibilité permettrait de redonner aux actions de préférence une certaine souplesse d'utilisation, tant il est vrai que la gestion d'une catégorie particulière d'actions est lourde pour la plupart des émetteurs, de la société cotée multinationale à la petite société de famille.

**2) quorum et majorité :** Les décisions de l'assemblée spéciale des actionnaires se prennent à la majorité des deux tiers des actionnaires présents ou représentés, définie à l'article L225-96. Les conditions de quorum sont précisées à l'article L225-99. On comprend donc que la protection accordée est assez solide, et représente par conséquent un frein éventuel à la

---

<sup>120</sup> Mémento Francis Lefèbvre, Sociétés commerciales, 2005, n° 11245.

<sup>121</sup> T. com. Seine 7 juillet 1931 : Gazette du Palais 1931, 2, p.356.

<sup>122</sup> Alain Viandier : Les actions de préférence, JCPE, n° 40, 30 septembre 2004, p.1528.

<sup>123</sup> Jacques Mestre : Les actions de préférence, Revue Lamy droit des affaires, n° 78, janvier 2005, p.11.

société. La définition des droits accordés aux actions de préférence et leurs modalités de conversion ou de rachat, doit permettre à l'émetteur une souplesse que les dispositions légales ne permettent pas.

De plus, il devrait être possible de limiter le recours à une autorisation de l'assemblée spéciale en cas d'augmentation de capital. L'assemblée spéciale n'a pas à intervenir en principe en cas d'octroi d'un avantage particulier, ce qui s'entend d'une augmentation de capital réservée à un actionnaire nommément désigné. La pratique restait prudente en prévoyant malgré tout une convocation de l'assemblée spéciale. La lourdeur de ce procédé est un handicap certain pour les sociétés en développement, qui peuvent augmenter leur capital en plusieurs fois sur une période courte. De plus, le nouveau régime des actions de préférence permet à leurs titulaires d'être protégés autrement, comme par la stipulation d'un *ratchet* dans les statuts. La convocation d'une assemblée spéciale des actionnaires devrait être écartée en cas d'augmentation de capital lorsque la protection de leurs droits est garantie par un autre moyen.

## ***2. L'information spéciale des porteurs d'actions de préférence par le rapport du commissaire aux comptes***

44. L'article L228-19 accorde à l'assemblée spéciale des porteurs d'actions de préférence « *la faculté de donner mission à l'un des commissaires aux comptes de la société d'établir un rapport spécial sur le respect par la société des droits particuliers attachés aux actions de préférence* ». Le décret n° 2005-112 ajoute que le rapport du commissaire aux comptes comporte la date à partir de laquelle les droits ont été méconnus le cas échéant (article 206-7 nouveau du décret n° 67-236 du 23 mars 1967). Les titulaires d'actions de préférence disposent donc d'un droit renforcé à l'information, qui s'ajoute à la procédure de droit commun de désignation d'un expert judiciaire<sup>124</sup>.

Le texte de l'ordonnance ne prévoit pas les suites de ce rapport. L'assemblée spéciale des titulaires d'actions de préférence n'a pas de pouvoir particulier. Le rapport s'ajoute au droit commun des sociétés, mais ne peut le remplacer. Tout au plus, le rapport du commissaire aux comptes est une alternative à l'expertise de l'article 145 du nouveau code de procédure civile, pour la collecte de preuves susceptibles d'être utiles à la solution d'un litige avenir, qui

---

<sup>124</sup> Philippe Adnot, Actions de préférence : respect des droits de préférence, JO Sénat Q, 29 juillet 2004, p.175 (question n° 13317).

prendrait la forme d'une action en responsabilité sur le fondement de l'article L225-251 du code de commerce.

On peut s'interroger avec Philippe Adnot sur l'efficacité de cette faculté, puisque le commissaire aux comptes est un « homme du chiffre »<sup>125</sup>. Il pourra certes témoigner du service des actionnaires en dividendes préférentiels. En cas de droits accordés dans le groupe, on peut aussi douter des pouvoirs du commissaire aux comptes d'enquêter dans une autre société, ou bien il faudrait entendre l'article L228-19 comme désignant le commissaire aux comptes « *de la société* » qui accorde les droits, donc la débitrice. Mais alors, le texte pose la question de l'autorité que peuvent avoir des actionnaires sur les organes de contrôle d'une autre société. Au-delà de ces critiques, l'appréciation du respect d'un droit n'est pas une mission habituelle des commissaires aux comptes. Les termes très larges du texte ne permettent pas de fixer précisément de limites dans l'investigation. Le commissaire aux comptes pourrait-il être conduit à apprécier les décisions de gestion du conseil d'administration ou du directeur général ? On peut s'attendre à ce que le Haut Conseil du commissariat aux comptes témoigne d'une certaine réticence face à cette mission, et que le recours à l'expertise judiciaire soit préféré en pratique.

Le coût de cette faculté n'est pas envisagé par le texte : il faut donc considérer que le rapport du commissaire aux comptes constituera une charge pour la société. Le décret n° 2005-112 confirme cette imputation, en complétant l'article 206-7 du décret n° 67-236 du 23 mars 1967. Or, la faculté prévue à l'article L228-19 est discrétionnaire : l'ordonnance ne fixe aucun motif particulier pouvant susciter le besoin d'information des actionnaires, aucune périodicité limitant le recours au commissaire aux comptes. Rien n'est dit sur les délais dont bénéficie le commissaire pour rendre son rapport : en effet, le texte prévoit simplement que le rapport est diffusé à l'occasion d'une assemblée spéciale, mais la réunion de cette assemblée n'est soumise à aucune périodicité. On espère donc<sup>126</sup> que l'article L228-19 sera utilisé avec mesure, afin qu'il ne soit pas nécessaire à la société de faire valoir l'abus de droit devant les tribunaux, comme dans l'exemple récent des questions écrites<sup>127</sup>. Les statuts pourraient limiter cette faculté, en particulier en définissant la périodicité de l'exercice de cette faculté. Il n'est pas possible de prévoir dans les statuts que le coût du rapport sera assumé par les actionnaires, puisque le décret le porte expressément à la charge de la société. Cette protection originale apparaît donc comme un luxe dont le législateur aurait dû se passer.

---

<sup>125</sup> Olivier Edwards : Les actions convertibles : nous l'avons rêvé... Capital finance, n° 716, 28 juin 2004.

<sup>126</sup> Alain Viandier : Les actions de préférence, JCPE, n° 40, 30 septembre 2004, p.1528.

<sup>127</sup> T. com. Paris, 11 mai 2004, JCPE, 2004, p.1154.

## **B. La protection des porteurs d'actions de préférence en cas de fusion ou de scission**

45. L'article L228-17 dispose : « *en cas de fusion ou de scission, les actions de préférence peuvent être échangées contre des actions des sociétés bénéficiaires du transfert de patrimoine comportant des droits particuliers équivalents, ou selon une parité d'échange spécifique, tenant compte des droits particuliers abandonnés. En l'absence d'échange contre des actions conférant des droits particuliers équivalents, la fusion ou la scission est soumise à l'approbation de l'assemblée spéciale prévue à l'article L225-99* ». L'ordonnance accorde une protection à double détente aux porteurs d'actions de préférence dans ces situations particulières.

### ***1. L'échange des actions de préférence avec des titres équivalents dans la société bénéficiaire***

46. La loi oblige d'abord les sociétés à prévoir une équivalence des droits pour les actionnaires dans la société bénéficiaire. Si les droits sont maintenus, l'assemblée spéciale des actionnaires n'a pas à être réunie, dans une interprétation *a contrario* du texte. Sans cette précision, on aurait pu considérer que l'assemblée spéciale devait être réunie. En effet, si la nature des droits n'est peut-être pas modifiée, le « débiteur » change. On peut déduire de cette interprétation que l'actionnaire de préférence ne se soucierait pas tant de la société dans laquelle il est actionnaire que des droits particuliers dont il bénéficie. Mais, mis à part le cas d'une scission ou fusion de la branche d'activité sur les résultats de laquelle on indexe des actions traçantes, il est difficile de croire que la fusion ou scission d'une société serait sans effet sur les performances financières de son action. Quant aux droits politiques particuliers, qui seraient ajoutés à ceux d'une action ordinaire, il paraît difficile de considérer que l'exercice d'une même faculté dans deux sociétés différentes puisse avoir strictement la même portée. La réponse ministérielle du 30 septembre 2004<sup>128</sup> établit néanmoins l'équivalence. Il s'agit d'une équivalence juridique, ce qui conduit à écarter la réunion d'une assemblée

---

<sup>128</sup> Philippe Adnot : Actions de préférence : droits particuliers équivalents, JO Sénat Q, 29 juillet 2004, p.1694 (question n° 13316).

spéciale. Cette possibilité conduira certainement la société bénéficiaire à créer des actions de préférence dans l'objectif de l'échange avec les titres de la société absorbée ou scindée.

## ***2. une parité d'échange spécifique***

47. En l'absence de possibilité d'échange, l'article L228-17 subordonne l'opération projetée à l'autorisation des actionnaires de préférence. Cette protection représente une menace pour la société, qui peut voir ses projets remis en cause par une part très minoritaire de ses actionnaires (voire un seul actionnaire, titulaire d'une action de préférence taillée « sur mesures »). Elle est un atout pour les porteurs, qui peuvent négocier avec plus de poids la « *parité d'échange spécifique* » autorisée par l'ordonnance. Cette nouveauté ne figurait pas dans le rapport du MEDEF<sup>129</sup>, mais elle est favorablement accueillie, comme permettant la traduction en France du mécanisme anglo-saxon des *liquidation preferences*. Elle permet d'accorder aux investisseurs une parité plus favorable, justifiée par le paiement à l'origine d'une prime d'émission plus élevée<sup>130</sup>.

En fait, on peut imaginer que la parité puisse être aussi moins favorable que la parité retenue pour les actions ordinaires, en théorie, puisque certaines actions de préférence peuvent connaître une restriction de droits. Mais le poids politique des actions de préférence sur la fusion entraînera certainement une hausse dans leur évaluation, par rapport aux titres ordinaires. Le travail des commissaires à la fusion, qui doivent certifier de l'équité du rapport d'échange selon l'article L236-10 II, se trouve complexifié par le nouveau dispositif, car l'évaluation des « *droits particuliers* » ajoutera à la subjectivité du calcul de la valeur des titres.

---

<sup>129</sup> Rapport du MEDEF : Les actions de préférence : pour une modernisation du droit des valeurs mobilières, DAF, mai 2001.

<sup>130</sup> Françoise Monod et Roy Arakelian : Droits nouveaux attachés aux actions de préférence en cas de fusion : une solution pour les « liquidation preferences », Décideurs : Stratégie, Finance et Droit, n° 58, 15 octobre-15 novembre 2004 ; Françoise Monod : Trois innovations révolutionnaires pour les actions de préférence, Capital finance, n° 728, 2 novembre 2004.

# CONCLUSION

La réforme des valeurs mobilières initiée par l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 est marquée par les hésitations du législateur, entre innovation et conservatisme. En effet, le texte semble tantôt laisser aux émetteurs le soin de créer les outils financiers qui correspondent le mieux à leur besoin, tantôt les contraindre au respect de procédures légales strictes. L'acclimatation des *preferred shares* est délicate, car la formule ne correspond pas à la culture juridique française, très attachée aux pouvoirs des assemblées d'actionnaires face aux organes de direction.

Ainsi, le régime d'émission des actions de préférence n'aurait pas complètement réalisé l'objectif de simplification du droit des sociétés. Les réponses données aux interrogations doctrinales déçoivent certains praticiens, qui espéraient que la réforme allègerait les procédures. En fait, les actions de préférence obéissent à des règles qui existaient avant la réforme. On peut regretter qu'elles n'aient pas été adaptées dans le même temps.

La possibilité de convertir ou de racheter les actions de préférence constitue une des avancées marquantes du texte, mais elle n'est pas totalement satisfaisante, car le texte est ambigu et risque de freiner la créativité des émetteurs. On peut se demander si le résultat atteint par la réforme n'était pas déjà possible sous l'ancien droit.

Toutefois, le texte procède du mouvement de libéralisation du droit des sociétés en ce qu'il permet d'attacher à une action des droits ou obligations particuliers. Les droits peuvent donc circuler, ils acquièrent une certaine pérennité et une forme de sécurité juridique (en particulier pour ce qui concerne les droits politiques). Ainsi en pratique, les sociétés cotées bénéficient d'un fondement légal pour la création d'actions traçantes, qui trouveront peut-être un nouvel élan grâce à la réforme. Le législateur encourage les sociétés commerciales à insérer dans les statuts des aménagements du droit de vote, du droit au dividende, dessinés sur mesures. La société anonyme acquiert une souplesse dans la répartition des pouvoirs politiques et économiques, qui est le propre de la SAS depuis quelques années.

Ce rapprochement révèle bien les deux facettes de l'ordonnance. Dans une vision optimiste, on peut souhaiter aux actions de préférence le même sort que la SAS sur le plan de son utilisation : aujourd'hui, l'essentiel des créations de sociétés se fait sous forme de SAS. D'une manière plus nuancée, on peut considérer qu'il a fallu plusieurs réformes pour que la SAS soit

utilisable. Et dans une vision plus pessimiste, on peut souligner que le recours aux SAS s'opère essentiellement dans les groupes, et que les investisseurs préfèrent l'utilisation de cadres juridiques traditionnels, mieux connus et prévisibles, pour les entreprises dans lesquelles ils s'engagent.

L'ordonnance suggère le progrès de certaines notions modernes, telles que la notion de groupe de sociétés, ou l'évolution importante de concepts classiques, comme l'actionnariat, le droit de vote, le capital social. La création des actions de préférence stimule la réflexion doctrinale, et invite à explorer les conséquences de la réforme dans la théorie du droit des sociétés.

Le texte mériterait probablement d'être remanié pour offrir aux émetteurs une plus grande sécurité juridique en ce qui concerne le régime des actions de préférence. Les instigateurs de la réforme, qui ont pour la majorité été déçus par le texte, soufflent déjà des amendements à l'oreille des ministères. On peut donner quelques exemples de modifications, afin que les actions de préférence constituent une corde supplémentaire rapidement fonctionnelle, à l'arc des professionnels :

- L'émission des actions de préférence est soumise à des procédures nombreuses et peut-être concurrentes. Il conviendrait de limiter le nombre de rapports des commissaires aux comptes. En effet, un seul rapport spécial, celui prévu à l'article L228-12, mérite d'être obligatoire. Le rapport du commissaire aux avantages particuliers devrait être supprimé, car il fait double emploi avec celui du commissaire aux comptes, et pour les problèmes d'incompatibilités qui sont liées à cette fonction. On peut néanmoins envisager que le vote de l'émission ne tienne pas compte des voix des bénéficiaires de l'émission, comme dans le cas de la conversion des actions de préférence. Ou la seule renonciation en connaissance de cause au droit préférentiel de souscription pourrait éventuellement suffire.
- Le mécanisme de conversion des actions de préférence en actions ordinaires doit être clarifié. Il paraît raisonnable d'opter pour une utilisation de la prime d'émission versée par l'actionnaire qui se prévaut de la faculté de conversion. Il faudrait donc admettre une affectation particulière de cette prime. Lors de l'émission des actions de préférence ayant la faculté d'être converties, les actionnaires devraient pouvoir

renoncer à leur droit à l'attribution de la prime, sous condition que la faculté de conversion soit utilisée.

- Le législateur pourrait permettre expressément que les actionnaires souscrivant des actions de préférence renoncent à la constitution d'une assemblée spéciale, ou acceptent que ses interventions se limitent à certaines circonstances, en fonction des droits qui sont accordés en guise de préférence. Une même restriction devrait être étudiée à l'encontre des pouvoirs des masses de porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital.

Il convient pour le moins de supprimer l'article L228-19 qui donne le pouvoir à cette assemblée spéciale de faire établir un rapport spécial du commissaire aux comptes sur le respect des droits particuliers attachés aux actions de préférence. L'organisation d'une telle information appartient aux statuts, et la disposition légale ne fournit qu'un instrument coûteux et inadapté à l'objectif d'information.

# BIBLIOGRAPHIE

## ***Textes***

Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales (JO du 26 juin 2004, p.1162).

Décret n° 2005-112 du 10 février 2005 modifiant le décret n° 67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales et relatif aux valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales (JO du 12 février 2005, p.2404).

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

Loi n° 2004-1343 du 9 décembre 2004 de simplification du droit (JO du 10 décembre 2004, p.20857), article 78 XXVII.

## ***Réponses ministérielles***

Philippe Adnot : Actions de préférence : bons de souscription d'actions, JO Sénat Q, 27 janvier 2005, p.231 (question n° 13318).

Philippe Adnot : Actions de préférence : respect des droits de préférence, JO Sénat Q, 20 janvier 2005, p.175 (question n° 13317).

Jean Marc Roubaud : Emission d'actions de préférence, subdélégation au directeur général, JO AN Q, 54 janvier 2005, p.83 (question n° 39144).

Philippe Adnot : Qualité du commissaire aux apports en charge du rapport sur les actions de préférence, JO Sénat Q, 14 octobre 2004, p.2342 (question 13389).

Philippe Adnot : Contenu du rapport du commissaire désigné au titre de l'émission d'actions de préférence, JO Sénat Q, 14 octobre 2004, p.2342 (question n° 13390).

Philippe Adnot : En cas de fusion, incidence sur la parité de l'action de préférence, JO Sénat Q, 30 septembre 2004, p.2236 (question n° 13316).

Arlette Grosskost : Emission d'actions de préférence au profit d'actionnaires nommément désignés, notion d'actionnaire, JO AN Q, 24 août 2004, p.6685 (question n° 43987).

## **Ouvrages**

Michel Germain : *Traité de droit commercial*, t.1 volume 2 : Les sociétés commerciales, LGDJ, 18<sup>ème</sup> édition, 2002.

*Les actions de préférence en droit comparé*, sous la direction de René Rodière, Travaux de recherches de l'Institut de droit comparé de Paris, éditions Pedone, 1978.

Mémento Francis Lefèbvre, *Sociétés commerciales*, 2005, n° 18186.

Lamy *Sociétés commerciales*, 2005, n° 4419 et suivants.

## **Publications universitaires**

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

Samyr Alaoui, Stéphanie Brebion et Adeline Sgorlon : Des « *preference shares* » aux titres super-subordonnés, Université Rennes I, DESS Finance d'entreprise, 2003-2004.

Audrey Scheibel : Les actions de préférence, étude des propositions du MEDEF pour une modernisation du droit des valeurs mobilières, Université Paris II, Magistère juriste d'affaires, juin 2002.

Jacques Hamon : La répartition des droits de vote, leur exercice et l'efficacité économique, CEREG, Université Paris-Dauphine, novembre 2000 et février 2001.

## ***Articles et études***

### **Actifs**

La réforme des valeurs mobilières introduit en France les actions de préférence, Actifs, n° 169, 30 juillet 2004.

### **AFIC**

AFIC Commission Venture : Actions de préférence, 8 juillet 2003.

### **Banque magazine**

François Leloup, Angélique Lauprêtre : L'introduction en droit français des actions de préférence, Banque magazine, n° 663, novembre 2004.

### **BRDA**

Réforme des valeurs mobilières : décret d'application, BRDA, n° 4/05.

Emission d'actions de préférence, BRDA, n° 20/04.

Echange d'actions de préférence en cas de fusion ou de scission, BRDA, n° 19/04.

Emission d'actions de préférence, BRDA, n° 17/04.

## **Capital finance**

Françoise Monod : Trois innovations révolutionnaires pour les actions de préférence, Capital finance, n° 728, 2 novembre 2004.

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

## **Comité juridique de l'ANSA**

La fiscalité saurait-elle répondre vite aux défis de l'innovation française ?, n° 05-008.

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

Rachat des actions de préférence, n° 05-001.

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

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

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

Emission d'actions de préférence, n° 04-077.

Conversion des actions de priorité, n° 04-075.

## **Dalloz**

Actions de préférence : qualité du commissionnaire aux apports, Recueil Dalloz, 2005, n° 2.

Alain Lienhard : Présentation de l'ordonnance réformant les valeurs mobilières, Recueil Dalloz, 2004, Chroniques p.1956.

Véronique Magnier : Les actions de préférence : à qui profite la préférence ?, Recueil Dalloz, 2004, Chroniques p.2559.

## **Décideurs : stratégie, finance et droit**

Droits nouveaux attachés aux actions de préférence en cas de fusion : une solution pour les « *liquidation preferences* », Décideurs : Stratégie, Finance et Droit, n° 58, 15 octobre-15 novembre 2004.

## **Droit des sociétés**

Alain Pietrancosta : La protection des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital après l'ordonnance du 24 juin 2004, Droit des sociétés, janvier 2005, p.7.

Thierry Bonneau : Actions de préférence : procédure des avantages particuliers, Droit des sociétés, décembre 2004, p.35.

Suzel Castagné : L'abécédaire des actions de préférence, Droit des sociétés, novembre 2004, p.11.

Michel Germain : L'ordonnance du 24 juin 2004 : réforme ou révolution ?, Droit des sociétés, août-septembre 2004, p.3.

La réforme du régime des valeurs mobilières : création d'une nouvelle catégorie d'actions, Droit des sociétés, août-septembre 2004, p.22.

## **Droit et patrimoine**

Le nouveau droit des valeurs mobilières après la réforme du 24 juin 2004 (actes du colloque du 24 juin 2004, Paris II), droit et patrimoine, n° 130, octobre 2004 :

- Michel Germain : Les actions de préférence : le nouveau régime de création et suppression, p.82.
- Thibaut Massart : Les actions de préférence et la question du droit de vote, p.84.

## **Les Echos**

Les nouvelles « actions de préférence », Les Echos, 16 juillet 2004.

Alain de Foucaud : Actions de préférence : vers une réforme du régime des valeurs mobilières, Les Echos, 8 octobre 2001.

## **IE-club**

Introduction en droit français des actions de préférence, ie-club.com, 2004.

## **JCPG**

Michel Germain : L'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales, JCP, n° 38, 15 septembre 2004, p.1566.

## **JCPE**

Guillaume de Ternay : SAS et actions de préférence : *modus operandi*, JCPE, n° 14, 7 avril 2005, p.615.

David Robine, L'ordonnance n° 2004-604 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales, *in* Chronique droit des marchés financiers, JCPE, n° 9, 3 mars 2005, p.372.

Gérard Notté : Application de la réforme des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales (D. n° 2005-112, 10 février 2005), JCPE, n° 8, 24 février 2005, p.299.

Philippe Torre, Jean Philippe Querner : Quelques conséquences sur les activités de capital-investissement de l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières, JCPE, n° 42, 14 octobre 2004, p.1621.

Alain Viandier : Les actions de préférence (Ordonnance 2004-604 du 24 juin 2004 article 31), JCPE, n° 40, 30 septembre 2004, p.1568.

## **Joly Bourse**

Daniel OHL : Aspects de la réforme du droit des valeurs mobilières, Joly Bourse, novembre-décembre 2004, §149, p.689.

## **Joly Sociétés**

Christophe Baert : Les actions de priorité : une catégorie de titres en voie d'extinction après l'ordonnance du 24 juin 2004, Joly Sociétés, décembre 2004, §314, p.1571.

## **Jolynews**

Actions de préférence : qualité du commissaire aux apports, Jolynews, n° 437, 5 janvier 2005.

## **Jones Day**

*Introduction of preferred shares in French law*, Jones Day, septembre 2004.

## **Journal des sociétés**

Charles-Emmanuel Prieur, Malak Tazi : Les actions de préférence, Journal des sociétés, n° 13, septembre 2004, p.8.

Jean-Jacques Daigre : L'aménagement du droit de vote, Journal des sociétés, n° 13, septembre 2004, p.5.

## **Lamy droit du financement**

Elizabeth Grimaux : Entre innovation et sécurité juridique : l'ordonnance du 24 juin 2004 réformant le régime des valeurs mobilières, Lamy droit du financement, n° 156, octobre 2004.

Aline Poncelet : Entre innovation et libéralisation : le projet d'ordonnance réformant le régime des valeurs mobilières, Lamy droit du financement, n° 153, juin 2004.

## **Lamy droit des sociétés**

Jacques Mestre : La réforme des valeurs mobilières, Revue Lamy droit des affaires, n° 78, janvier et février 2005, p.11, et 79 p.11.

## **Lamy sociétés commerciales**

Précision sur les actions de préférence, Bulletin Lamy sociétés commerciales, n° 176, février 2005.

## **Mélange Michel Jeantin, Dalloz, 1999**

Claude Champaud : Catégories d'actions ou sortes d'actionnaires, p.161-182

Jean-Jacques Daigre : Actions privilégiées, catégories d'actions et avantages particuliers, p. 213-219.

## **Option finance**

Jean-Pascal Amoros : Actions de préférence et pactes d'actionnaires : la nouvelle donne, Option finance, n° 829, 11 avril 2005.

Ordonnance sur les valeurs mobilières : les montages enfin débloqués, Option finance, n° 822, 21 février 2005.

Anne Charvériat : Emission d'actions de préférence, Option finance, n° 803, 11 octobre 2004.

Françoise Monod : Un droit de vote sur mesure grâce aux actions de préférence, Option finance, n° 800, 20 septembre 2004, p.27.

La naissance des actions de préférence : plus de flexibilité pour les entreprises, Option finance, n° 793, 12 juillet 2004.

Les futures actions de préférence : un financement alternatif au rendement sûr, Option finance, n° 664, 12 novembre 2001.

## **Les Petites Affiches**

Bruno Pichard : Quels droits pour les actions dites de préférence ? , Les Petites Affiches, 21 janvier 2005, n° 15, p.7.

Ingénierie financière : nouvelles potentialités de l'ordonnance valeurs mobilières, entretien avec Frédéric Lucet, fondateur et président du groupe LC, Les Petites Affiches, 22 novembre 2004, n° 233, p.3.

Françoise Monod, Roy Arakelian : Les actions de préférence : comment utiliser la procédure des avantages particuliers ? , Les Petites Affiches, 2 novembre 2004, n° 219, p.8.

## **Private equity magazine**

Philippe Torre : Les actions de préférence dans les sociétés anonymes, Private equity magazine, n° 1, novembre 2004.

## **Rapport COB**

Rapport d'un groupe de travail présidé par René Barbier de la Serre : L'introduction en France d'actions traçantes, juillet 2000.

## **Rapport du MEDEF**

Les actions de préférence : propositions du MEDEF pour une modernisation du droit des valeurs mobilières, mai 2001.

## **Revue de droit bancaire et financier**

La réforme des valeurs mobilières, Revue de droit bancaire et financier, n° 5, septembre 2004 :

- France Drummond : Un nouveau principe : la liberté d'émettre « toutes valeurs mobilières », p.361.
- Jean-Jacques Daigre : L'aménagement du droit de vote, p.364.

- Michel Germain : La création et la disparition des actions de préférence, p.367.

### **Revue de Jurisprudence de Droit des Affaires**

Alain Viandier : Les actions reflet, RJDA, janvier 2001, p.3.

### **Revue des sociétés**

Michel Germain : Les actions de préférence, Revue des sociétés 3/2004, p.597.

### **Skadden, Arps, Slate, Meagher and Flom LLP**

Skadden, Arps, Slate, Meagher and Flom LLP : *New French law improves flexibility of preferred shares*, septembre 2004.