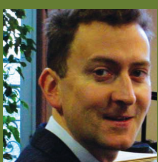


## Ingénierie financière

## L'introduction en droit français des actions de préférence

FRANÇOIS  
LELOUP

Avocat associé

White & Case  
LLP

**L'introduction en droit français des actions de préférence contribue à l'attractivité de la place de Paris.**

*Une grande latitude est laissée aux praticiens pour définir les avantages conférés aux porteurs par ce type d'instruments*

ANGÉLIQUE  
LAUPRÊTRE

Avocat

White & Case  
LLP

S'INSCRIVANT DANS UN contexte de concurrence accrue entre les différents systèmes juridiques, l'ordonnance du 24 juin 2004 prise en application de la loi du 2 juillet 2003 relative à la simplification et à l'unification du régime applicable aux valeurs mobilières des sociétés commerciales, a pour objectif affiché de permettre aux acteurs économiques de créer les titres dont ils ont besoin, tout en disposant d'une sécurité juridique quant à leur régime<sup>1</sup>. L'une des principales innovations apportées par l'ordonnance est l'introduction en droit français des actions de préférence, directement inspirées des *preferred shares* anglo-saxonnes.

L'ingénierie juridique et financière élabore désormais des structures techniquement complexes qui exigent une parfaite adéquation avec les spécificités inhérentes à chaque opération. Le régime juridique des instruments préexistants (actions à dividende prioritaire, actions à dividende prioritaire sans droit de vote, et même actions de priorité) était jugé trop contrai-

gnant par les praticiens : en effet, chacun de ces instruments était régi par des règles complexes et contraignantes qui lui sont propres, telles que l'impossibilité d'émettre des actions de priorité en cas de préexistence de certains titres ou encore le calcul contraignant du dividende prioritaire s'agissant des actions à dividende prioritaire. L'introduction en droit français des actions de préférence est apparue comme une nécessité afin d'assurer l'attractivité de la place de Paris dans le contexte actuel de mondialisation du marché des capitaux, de multiplication des opérations multijuridictionnelles et de renforcement de la concurrence entre les différents systèmes juridiques<sup>2</sup>.

**RÉGIME DES ACTIONS DE PRÉFÉRENCE : LIBERTÉ ET PRAGMATISME**

Les nouvelles actions de préférence ont vocation à se substituer aux catégories intermédiaires existantes : actions à dividende prioritaire, actions à dividende prioritaire sans droit de vote, certificats

d'investissements et actions de priorité. Désormais, les émissions de titres de ce type sont interdites, à l'exception des émissions réalisées en application d'autorisations accordées par l'assemblée générale des actionnaires de la société émettrice préalablement à l'entrée en vigueur de l'ordonnance<sup>3</sup>. Seuls sont maintenus les titres participatifs, en raison de la spécificité de leurs émetteurs (sociétés par actions du secteur public, sociétés coopératives).

L'article L. 228-11 du Code de commerce pose le principe de la liberté accordée à la société émettrice pour déterminer les caractéristiques des actions de préférence, que ce soit dans ses statuts ou dans le contrat d'émission : « *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...* ». En cas de suppression du droit de vote, les actions de préférence sans droit de vote ne peuvent toutefois représen-

ter plus de la moitié du capital social ; cette proportion étant ramenée à un quart s'agissant des sociétés cotées.

### LE CAS DES GROUPES DE SOCIÉTÉS

L'ordonnance fait également preuve d'innovation et de pragmatisme en traitant expressément de la situation particulière des groupes de sociétés : les droits particuliers attachés aux actions de préférence émises par une société peuvent être exercés directement dans une société membre du groupe auquel appartient la société émettrice ; ce qui permettrait notamment de faciliter la création d'actions traçantes. Ces dispositions présentent un intérêt particulier dans le cadre des opérations de LBO : l'émission d'actions de préférence par le holding d'acquisition pouvant permettre l'exercice de droits pécuniaires ou extra-pécuniaires (droits de consultation sur certaines décisions, droit d'information) au sein de la société opérationnelle.

Par société membre du groupe de la société émettrice, il convient d'entendre toute société qui possède directement ou indirecte-

“ La loi ne définissant nulle part les caractéristiques des actions de préférence, toute latitude est laissée aux praticiens pour exprimer leur créativité. ”

ment plus de la moitié du capital de la société émettrice (société mère de l'émettrice) ou toute société dont l'émettrice possède directement ou indirectement plus de la moitié du capital (société filiale de l'émettrice) ; les sociétés sœurs ne semblent donc pas visées par le texte de l'ordonnance. Dans ces hypothèses, l'émission des actions de préférence doit non seulement être approuvée par l'assemblée générale extraordinaire

## Les actions dites « privilégiées » connues depuis le XIX<sup>e</sup> siècle

L'existence d'actions conférant à leurs titulaires un ou plusieurs avantages par rapport aux titulaires d'autres actions, qu'elles s'appellent actions de priorité, actions privilégiées ou désormais actions de préférence, n'est pas, en soi, une nouveauté<sup>1</sup>. Issues de la pratique, les actions dites privilégiées ont été reconnues par la jurisprudence dès le XIX<sup>e</sup> siècle<sup>2</sup> et leur régime juridique a été défini par la loi du 16 novembre 1903. Tombées dans l'oubli à l'issue de la seconde guerre mondiale, ces actions ont connu à compter des années quatre-vingt un regain d'intérêt lié au développement des fonds de *private equity* et de capital risque qui interviennent comme partenaires financiers assurant le financement en fonds propres de sociétés (essentiellement non cotées), et souhaitent obtenir des droits financiers ou politiques renforcés en rémunération de leur prise de risque.

<sup>1</sup> Les études ont établi que les actions dites privilégiées étaient une constante en droit des sociétés. En ce sens, voir C. Ferry, R. Cannard et M. Cretté, *Actes pratiques* 1993, n° 11.

<sup>2</sup> Cass. Req. 1882 : D. 1883, 1 p. 301.

des actionnaires de la société émettrice, mais également par celle de la société dans laquelle les droits seront exercés.

### LA PROTECTION DES DÉTENTEURS

Mettant un terme à la controverse doctrinale sur l'applicabilité de la procédure des avantages particuliers à l'émission d'actions de priorité, l'ordonnance précise que seules les émissions d'actions de

préférence au profit d'un ou plusieurs actionnaires déterminés donnent lieu à application de cette procédure.

Enfin, l'ordonnance assure la protection des droits des déten-

teurs d'actions de préférence lors de différentes opérations susceptibles d'affecter la société émettrice (modification ou amortissement du capital, fusion, scission...). Les porteurs d'actions de préférence peuvent également demander, par décision de leur assemblée spéciale, à l'un des commissaires aux comptes de la société d'établir un rap-

port spécial sur le respect par la société des droits particuliers attachés à leurs actions.

### LA CRÉATIVITÉ DES PRATICIENS

La loi ne définissant nulle part les caractéristiques des actions de préférence, toute latitude est laissée aux praticiens pour exprimer leur créativité.

Ainsi les actions de préférence qui confèrent à leurs porteurs des avantages particuliers peuvent notamment être ou non dotées du droit de vote, accorder des droits préférentiels sur les résultats (dividendes) ou le boni de liquidation de la société, octroyer des droits politiques renforcés (représentation au conseil d'administration, règles de majorité au sein du conseil d'administration, octroi d'un droit de veto sur certaines décisions identifiées), etc. Les varia-

### À noter

Aux États-Unis où les sociétés cotées ont recours aux *preferred stocks*, l'action de préférence est distinguée des actions ordinaires par une lettre (d'où l'appellation d'*alphabetical shares*) et cotée. Pour le moment, les sociétés cotées françaises restent extrêmement réticentes vis-à-vis des actions dites privilégiées.

tions possibles sur le thème des avantages pécuniaires ou non qui peuvent être octroyés aux actions de préférence, ainsi que les combinaisons de ces différents avantages, sont extrêmement nombreuses. À titre de comparaison, on soulignera que pas moins de seize catégories de *preferred shares* considérées comme courantes sont recensées aux États-Unis.

Les avantages octroyés aux actions de préférence peuvent être à durée déterminée ou indéterminée, les actions elles-mêmes peuvent être rachetées ou converties dans les conditions prédéterminées par les statuts ou le contrat d'émission.

Enfin, il n'y a pas de limitation au nombre de catégories d'actions de préférence créées, si ce n'est l'obligation pour les praticiens de s'assurer de leur compatibilité entre elles et d'un ordre de priorité applicable dans l'hypothèse où certaines catégories seraient concurrentes pour l'exercice de leurs droits<sup>4</sup>.

La sécurité juridique des opérations étant à ce prix, les praticiens, quelle que soit leur créativité, ne pourront se dispenser de s'assurer de la compatibilité des caractéristiques des actions de préférence qu'ils auront définies avec les dispositions légales et réglementaires applicables à la société émettrice.

#### LES DIFFICULTÉS À ÉVITER

La première difficulté est relative à l'interprétation de l'ordonnance en ce qui concerne l'attribution de droits de vote multiple à une catégorie d'actions de préférence. La rédaction de l'ordonnance semble suggérer que tous les aménagements du droit de vote sont possibles<sup>5</sup> tout en s'inscrivant dans le cadre du principe essentiel de proportionnalité du droit de vote à la quotité du capital détenu « une action = une voix »<sup>6</sup>. Si les praticiens appellent de leurs vœux la liberté de créer des catégories d'actions à droits de vote multiple, les opérations futures nous diront s'ils ont considéré que le texte de l'ordon-

## Un instrument essentiel

Les actions dites privilégiées sont désormais reconnues par la pratique comme un instrument essentiel permettant de répondre à des problématiques aussi diverses que :

- dissocier la détention du capital de l'exercice du pouvoir;
- assurer la cohésion d'un groupe d'actionnaires;
- permettre la transmission d'une entreprise familiale;
- élargir les sources de financement en fonds propres des entreprises;
- convenir de modalités particulières de répartition des bénéfices (par exemple au sein d'une *joint-venture*);
- organiser l'investissement financier du management dans le capital de la société (et notamment structurer le management package dans le cadre d'une opération de LMBO);
- ou encore fidéliser l'actionariat de référence d'une société cotée.

nance offrait une base juridique suffisante à leur créativité.

Une attention particulière devra également être apportée à la définition des privilèges pécuniaires attachés aux actions de préférence, s'agissant notamment des actions à dividende prioritaire dont le privilège peut priver les détenteurs d'actions ordinaires de tout versement de dividende : il faut éviter que ces privilèges ne heurtent le principe de prohibition des clauses léonines posé par les dispositions de l'article 1844-1 du Code civil<sup>7</sup>. Les praticiens garderont toutefois à l'esprit que la jurisprudence a reconnu la licéité de clauses statutaires organisant une répartition des bénéfices et des pertes différente de la répartition du capital, ou encore de clauses faisant dépendre l'attribution de bénéfice de la réalisation d'une condition telle que la réalisation d'un certain niveau de bénéfices<sup>8</sup>.

Enfin, l'étendue des droits non financiers accordés aux porteurs d'actions de préférence (s'agissant notamment des investisseurs minoritaires dans le capital de la société émettrice souhaitant se voir octroyer des droits d'information et de contrôle renforcés sur la gestion de la société), ne devra pas être de nature à porter atteinte aux règles relatives à l'organisation des pouvoirs au sein de la société

émettrice. En particulier, au nom du principe de non-immixtion dans la gestion de la société, les privilèges accordés à un ou plusieurs minoritaires ne devront pas avoir pour effet de vider de tout sens le pouvoir d'un organe de décision, ou de porter atteinte à la liberté de choix de l'assemblée générale des actionnaires pour la désignation des administrateurs. Ce qui pourrait être le cas si le conseil d'administration d'une société anonyme ne peut prendre aucune décision de gestion sans l'autorisation préalable d'un autre organe de décision. ■

1 Rapport du Premier ministre et du garde des Sceaux, ministre de la Justice, au Président de la République.

2 Illustrant cette compétition, l'Italie a réformé en profondeur son droit des sociétés dès 2003 (entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2004) afin d'en renforcer l'attractivité pour les sociétés européennes.

3 Il sera toutefois possible de créer des actions de préférence présentant des caractéristiques identiques à ces titres.

4 Notamment en cas de pluralité de catégories d'actions à dividende prioritaire.

5 « Le droit de vote peut être aménagé pour un délai déterminé ou déterminable » (art. L. 228-11 nouveau du Code de commerce).

6 Article L. 225-122 du Code de commerce, sur renvoi de l'article L. 228-11 nouveau du même Code.

7 « La stipulation accordant à un associé la totalité du profit procuré par la société ou l'exonérant de la totalité des pertes, celle excluant un associé totalement du profit ou mettant à sa charge la totalité des pertes sont réputées non écrites. »

8 Voir en ce sens 1<sup>er</sup> ch. Civ. 16 oct. 1990 : Joly 1993, p. 1029, note Le Cannu ; Req. 9 juillet 1885 : D. 1886, 1, 301.