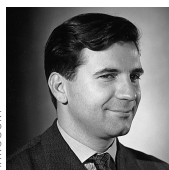


Les limites des droits non financiers attachés aux actions de priorité

François-Denis Poitral
Avocat à la cour de Paris
et au Barreau de
New York



MARCOURT

Les privilèges non financiers consentis aux porteurs d'actions de priorité sont dans certains cas limités, malgré la grande liberté laissée par la loi. Le capital investisseur doit bien les connaître pour gérer au mieux ses participations.

Les actions de priorité (également appelées actions privilégiées), dont la particularité est de conférer à leurs titulaires des droits supplémentaires par rapport à ceux attribués par la loi à tout actionnaire, sont devenues d'une pratique assez courante ces dernières années. Notamment, les prises de participation en capital-investissement donnent presque toujours lieu à l'émission d'actions de priorité.

La création de ces catégories d'actions permet d'aménager le fonctionnement d'une société en associant des actionnaires minoritaires investisseurs à l'exercice du pouvoir, et d'organiser pour ces derniers des modalités particulières de cession de leurs actions.

Droits de vote mis à part, la généralité des termes de l'article 269 alinéa 1^{er} de la loi de juillet 1996 autorise la création d'actions de priorité jouissant de n'importe quel type d'avantages : pécuniaires, politiques, d'informations ou patrimoniaux (1).

Les actions de priorité offrent ainsi l'attrait de la souplesse : ne faisant l'objet d'aucune réglementation particulière (hormis l'obligation faite par l'article L. 156 de réunir une assemblée spéciale pour modifier les droits relatifs à une catégorie d'actions), leur création laisse aux actionnaires un large champ de liberté pour déterminer les privilèges attachés à cette catégorie d'actions. Elles présen-

tent également l'avantage de la sécurité juridique.

Toutefois, même à l'intérieur du vaste champ de liberté contractuelle ouvert par la loi pour déterminer la nature et l'étendue des privilèges qui seront consentis à une catégorie d'actions (sous réserve du respect du principe d'ordre public d'égalité des droits de vote entre actionnaires), il apparaît vite à l'examen que chaque privilège (financier ou non-financier) se trouve limité et encadré, soit par des dispositions légales spécifiques (ainsi, par exemple, des droits d'information dont peuvent bénéficier les actionnaires), soit par des principes généraux posés par la loi (ainsi, par exemple, du principe de prohibition des clauses léonines auxquelles la détermination des avantages pécuniaires consentis aux titulaires d'actions de priorité se trouve nécessairement confrontée) ou par la jurisprudence (ainsi, du principe dit d'organisation hiérarchique de la société anonyme, qui interdit de consentir à une catégorie d'actions des privilèges politiques qui se traduiraient par une immixtion dans la gestion de la société des actionnaires qui en sont bénéficiaires).

La mise en œuvre des privilèges susceptibles d'être consentis aux titulaires d'actions de priorité rencontre donc certaines limites. Cette étude se propose d'examiner celles relatives aux droits non financiers attachés aux

actions de priorité. Il ne s'agit pas de décourager les créations d'actions de cette catégorie, mais simplement d'attirer l'attention sur le fait que malgré la grande liberté laissée par la loi, tout n'est pas possible en cette matière, tout au moins sans certaines précautions.

D'une façon générale, les droits non financiers attachés aux actions sont de deux sortes :

- d'une part les droits patrimoniaux, qui consistent, principalement, dans le droit reconnu à l'actionnaire de céder ses actions ;
- d'autre part, les droits politiques, qui permettent à des actionnaires de participer au pouvoir de décision au sein de la société.

L'aménagement des règles de cession et ses limites

Nul n'ignore que si les actions sont librement cessibles, il est néanmoins possible de prévoir dans les statuts des clauses qui en limitent la libre cessibilité.

Il s'agit principalement :

- des clauses d'agrément, qui permettent d'écarter l'entrée dans la société de personnes dont la présence n'est pas désirée (art. L. 274. al. 1) ;
- des clauses de préemption, qui ont pour objet de réserver à une catégorie déterminée d'actionnaires ou à tous

Le principe des actions privilégiées

Le principe a été consacré par la loi du 24 juillet 1966 dans son article 269, alinéa 1^{er} : «Lors de la constitution de la société ou au cours de son existence, il peut être créé des actions de priorité jouissant d'avantages par rapport à toutes autres actions, sous réserve de l'article 174 à 177».

Les articles 174 à 177 concernent les droits

de vote attachés aux actions : ces derniers ne peuvent donc faire l'objet d'aménagement en dehors des dispositions de ces articles, à la différence des *preferred shares* des pays anglo-saxons. C'est le principe d'ordre public d'égalité des droits de vote : «A part de capital égale, droits de vote égaux». L'article L. 174 dispose à cet égard :

«Sous réserve des dispositions des articles 82, 175, 176, 177 et 177-1, le droit de vote attaché aux actions de capital ou de jouissance est proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent et chaque action donne droit à une voix au moins. Toute clause contraire est réputée non écrite».

les actionnaires, voire au conseil d'administration ou au conseil de surveillance qui désignera lui-même les acquéreurs, la possibilité d'acheter par priorité toutes les actions dont la cession est envisagée.

L'insertion de clauses de cette nature est très fréquente dans les sociétés à capital fermé à caractère familial, qui constituent un champ fréquent d'intervention des capital-investisseurs. Les actionnaires majoritaires (groupes familiaux) et les investisseurs (actionnaires minoritaires) n'ont pas à leur égard les mêmes préoccupations. Les majoritaires, mêmes s'ils sont tout à fait conscients de ce que l'objectif de l'intervention du capital-investisseur est une sortie avec plus-value, ne sont pas prêts pour autant à voir l'investisseur céder sa participation à n'importe qui. Quant aux investisseurs, ils sont généralement réticents à accepter de voir leur sortie bridée par des clauses dont l'application est susceptible de contrarier leur légitime attente d'une plus-value.

S'agissant **des clauses d'agrément**, et lorsque les statuts comportent une telle clause, les investisseurs financiers devront obtenir la suppression de la clause statutaire pour la catégorie d'actions dont ils sont titulaires. L'intérêt financier pour les investisseurs de soustraire la catégorie d'actions à toute clause d'agrément est évident : ils auront la libre faculté de céder leur participation au prix du marché, et non pas à celui, toujours plus modeste, évalué à dire d'expert dans les conditions prévues à l'article 1843-4 du Code civil en cas de mise en jeu d'une clause d'agrément.

S'agissant **des clauses de préemption**, plusieurs formules peuvent être envisagées. La première consiste à limiter la mise en œuvre d'une clause de préemption à l'intérieur d'une même catégorie d'actions. Un groupe d'investisseurs minoritaires titulaires d'une catégorie d'actions peut ainsi trouver intérêt à une telle clause, car elle lui assure de pouvoir maintenir sa participation globale. Le droit de pré-

emption accordé aux titulaires d'une même catégorie d'actions peut être complété par un droit de préemption applicable aux cessions d'actions de différentes catégories. Une telle formule présente évidemment l'intérêt pour les majoritaires, ou certains d'entre eux, d'accroître leur participation, et donc le contrôle de la société, en cas de sortie du capital-investisseur. Elle ne contrarie pas nécessairement l'intérêt financier du capital-investisseur dès lors que la clause aura stipulé que la préemption devra s'exercer au même prix que celui contenu dans le projet notifié. Plusieurs combinaisons sont donc possibles. La seule limite est que soit respectée l'égalité entre actionnaires d'une même catégorie d'actions.

L'aménagement des droits politiques et ses limites

Autorisation préalable de certaines opérations.

Il peut être prévu dans les statuts que certaines décisions déterminées par ces derniers ne pourront être prises sans l'autorisation préalable des titulaires des actions privilégiées, c'est-à-dire les investisseurs. Il peut s'agir par exemple de certaines décisions de gestion ou de certaines décisions modifiant les statuts.

La clause stipulant un droit d'autorisation préalable au bénéfice des porteurs d'actions privilégiées est en principe valable, sous la réserve cependant qu'elle ne vide pas complètement le pouvoir de l'organe normalement compétent pour les décisions concernées, en raison du caractère institutionnel, et donc impératif, de la répartition des pouvoirs dans la société

anonyme. Ce principe, communément appelé principe d'organisation hiérarchique de la société anonyme, a été affirmé plusieurs fois en jurisprudence.

La Cour de cassation a ainsi jugé que la restriction des droits du président ne doit pas conduire à lui retirer en fait son rôle de direction (2) Plus récemment, la cour d'appel d'Aix-en-Provence a rappelé d'une façon plus générale : «*si les statuts peuvent aménager, au mieux des intérêts sociaux, les modalités de l'administration et de direction, cette liberté s'exerce sous la condition expresse d'absence de bouleversement des principes généraux de hiérarchie et de compétence des divers rouages institués par la loi*» (3).

Il convient donc de limiter le nombre des décisions nécessitant une telle autorisation.

Privilèges de contrôle dans des organes de gestion ou de surveillance.

1. Participation aux organes de gestion ou de surveillance.

Les administrateurs et les membres du conseil de surveillance sont nommés par l'assemblée générale ordinaire, et donc à la majorité simple des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.

Un investisseur, dès lors qu'il ne détient en général qu'une participation minoritaire, n'aura pas normalement la possibilité de peser sur ces nominations. C'est pourquoi, s'il est désireux de participer à de tels organes, les statuts peuvent imposer la nomination parmi leurs membres d'un ou plusieurs titulaires d'actions de la catégorie de celles qu'il a souscrites. Les statuts peuvent, par exemple, prévoir que le conseil d'administration sera composé de X porteurs d'actions de catégorie A (ordinaires) et de Y porteurs d'actions de catégorie B (privilegiées).

Il est donc tout à fait loisible de conférer à une catégorie d'actions, représentant des actionnaires minoritaires, un droit de représentation majoritaire au sein du conseil d'administration. Légalement rien ne s'y oppose. Mais il ne serait pas dans la logique de création d'une catégorie d'actions privilégiées de consentir à leur titulaire un droit de représentation, au sein du conseil d'administration, prépondérant par rapport à une catégorie d'actions ordinaires. Il s'agit en réalité, par la création d'actions privilégiées, de donner à des actionnaires minoritaires certains droits afin de les faire participer au pouvoir de

Il s'agit en réalité, par la création d'actions privilégiées, de donner à des actionnaires minoritaires certains droits afin de les faire participer au pouvoir de décision et dont ils seraient exclus s'ils ne détenaient que des actions ordinaires.

décision et dont ils seraient exclus s'ils ne détenaient que des actions ordinaires. Il ne s'agit pas de déposséder les actionnaires majoritaires de leur prérogative en leur qualité de majoritaires, ce à quoi du reste ils ne consentiraient probablement pas.

La doctrine reconnaît assez largement la validité de telles clauses, qui correspondent à une pratique fréquemment usitée dans les sociétés ayant deux groupes d'actionnaires.

Le recours aux clauses qui organisent la mise en place des droits de représentation au conseil d'administration d'une catégorie d'actions privilégiées a cependant une limite : elles ne doivent pas porter atteinte à la liberté de choix de l'assemblée générale des actionnaires, celle-ci devant pouvoir opter entre des candidats de chaque catégorie plus nombreux que le nombre de sièges qui leur est réservé. L'assemblée n'est pas davantage enfermée par le choix des personnes qui lui sont proposées. Elle a la possibilité de choisir des administrateurs autres que ceux dont les noms lui sont proposés par le conseil (4).

De même, de telles clauses ne peuvent valablement prévoir que le président du conseil d'administration sera choisi parmi les titulaires d'une catégorie d'actions déterminée. Ce serait priver le conseil d'un pouvoir qui lui appartient en propre. Il s'agit ici encore d'une stricte application du principe, évoqué ci-dessus, dit d'organisation hiérarchique de la société anonyme.

2. Clauses de quorum et de majorité renforcés.

Quand un investisseur est présent dans un organe de la société, c'est en général en situation minoritaire. Il est néanmoins possible de lui conférer un droit de veto sur certaines décisions de la compétence de l'organe considéré, en stipulant un quorum et/ou une majorité renforcée. Ainsi, la majorité renforcée par les statuts peut consister :

- en une proportion plus importante des membres de l'organe collégial, de telle sorte que le ou les investisseurs y disposent d'une minorité de blocage pour les décisions concernées ;
- directement en un droit de veto accordé aux investisseurs membres de

l'organe en tant que tels, en prévoyant par exemple que telles décisions déterminées seront prises à la majorité des membres dont les investisseurs, ou plus les investisseurs ;

- enfin, en un droit de veto accordé aux membres porteurs d'actions privilégiées, ceux-ci étant les investisseurs.

Toutefois, la possibilité pour les statuts de stipuler des clauses de quorum et de majorité renforcée dépend, en réalité, de l'organe de gestion concerné. Ainsi, si le plus généralement, les clauses statutaires peuvent stipuler des majorités renforcées dans les organes de gestion ou de surveillance, c'est toutefois à l'exception des assemblées générales. A cet égard, les articles L. 153 alinéa 3 et L. 155 alinéa 3 disposent que l'assemblée générale extraordinaire «*statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés*» et l'assemblée générale ordinaire «*à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés*». Le présent de l'indicatif s'interprétant comme un impératif, il est donc interdit de prévoir des majorités différentes. Par suite, les investisseurs, actionnaires minoritaires le plus souvent, ne peuvent exercer, au sein des assemblées générales, qu'une influence limitée, proportionnée au nombre de voix dont ils disposent légalement. D'où alors l'intérêt, évoqué ci-dessus, d'organiser une procédure d'autorisation préalable de certaines décisions déterminées par l'assemblée spéciale de la catégorie d'actions privilégiées (sous réserve de ne pas contrarier le principe dit d'organisation hiérarchique de la société anonyme). ■

(1) Parmi les études les plus récentes sur les actions de priorité, voir notamment J.-J. Daigre, F. Monod, F. Basdevant : «Les actions à privilèges financiers», *Actes pratiques*, mars-avril 1997, n° 32 ; F. Monod : «Droits non financiers attachés aux actions privilégiées», *Dr. soc.* juin 1996 ; F.-D. Poitral : «Le capital investissement, guide juridique et fiscal» *ed. Rev. Banque/Galexia* ; Ph. Engel et P. Troussière, «Création de catégories d'actions et stipulations d'avantages particuliers», *JCP* 1996, *Ed. E.* n° 36, p. 371 ; M. Jeantin, «Observations sur la notion de catégories d'actions», *Dalloz*, 1995 n° 12, p. 88.

(2) Cass. com. 11 juin 1965, *RTD Com.* 65.861, n° 3 ; *Gaz. Pal.* 1965.2.322

(3) CA Aix 28 septembre 1982, *Rev. soc.* 1983, p. 773, note J. Mestre.

(4) Dans ce sens, rép. min. Stehlin, *JO Déb. Ass. Nat.* 27 janvier 1973, p. 234.