



Haut Comité Juridique
de la Place financière de Paris

RAPPORT

*du Haut Comité Juridique
de la Place Financière de Paris (HCJP)
concernant les propositions relatives
aux actions de préférence*

26 janvier 2018



PROPOSITIONS RELATIVES AUX ACTIONS DE PRÉFÉRENCE

Le Comité de Droit des Sociétés du Haut Comité Juridique de la Place financière de Paris (HCJP), a manifesté son intérêt pour le sujet des actions de préférence, moyen de financement peu usité en pratique ; a ainsi été mis en place un groupe de travail, présidé par Hervé Synvet, chargé de s'intéresser à ces instruments.

Le groupe de travail n'a pas œuvré sur une table rase. Il a bénéficié des travaux réalisés par la CCI Paris Ile-de-France, qui s'étaient concrétisés par un rapport de M. Jean-Claude Hanus, en date du 28 mars 2013, intitulé « *Fonds propres des entreprises – Rendre plus attractives les actions de préférence* ». La CCI Paris Ile-de-France a actualisé ce document en adoptant, le 6 juillet 2017, un nouveau rapport sur les actions de préférence (L. Pfeiffer, « *Optimiser les actions de préférence : un enjeu de croissance pour les entreprises* »). Le groupe de travail a également pu entendre deux banquiers : Madame Hua Sun-Bai, responsable *Equity Capital Market* de BNP Paribas et Monsieur Marc Diamant, responsable *Mid Caps Investment Banking* de la Société Générale.

Sur la base de ces apports et de ses propres travaux, le groupe est en mesure d'esquisser une réflexion générale sur l'utilité des actions de préférence (I), de souligner la nécessité de distinguer les problématiques soulevées par les droits politiques et les droits pécuniaires attachés à l'action de préférence (II) et de formuler quelques propositions techniques (III).



TABLE DES MATIÈRES

1 – L'utilité des actions de préférence est perçue différemment selon que l'émetteur est une société cotée ou une société non cotée	4
2 – Le droit de vote et les droits pécuniaires appellent des traitements différents	6
3 – Le régime juridique applicable aux actions de préférence pourrait utilement être aménagé sur plusieurs points précis	7
3.1 - L'application de la procédure des avantages particuliers.....	7
3.2 - Le droit préférentiel de souscription.....	7
3.3 - Le rachat des actions de préférence à l'initiative du porteur.....	8
Composition du groupe de travail	9



1. L'utilité des actions de préférence est perçue différemment selon que l'émetteur est une société cotée ou une société non cotée.

Si l'on examine la situation actuelle, le contraste est fort entre le secteur coté et le secteur non coté.

Dans le premier, l'action de préférence est délaissée. Les actions de préférence émises par les banques en 2009 et souscrites par l'État dans le cadre du soutien apporté lors de la crise du secteur bancaire ont, compte tenu de leur coût, été rachetées quelques mois plus tard. Un tableau établi par les services de l'Autorité des marchés financiers mentionne deux émissions d'actions de préférence qui ont été - fugitivement - cotées (Areva : actions de préférence souscrites en 2011 par des porteurs de certificats d'investissement et converties peu après en actions ordinaires ; Mediawan : actions de préférence admises sur le compartiment « placement privé » d'Euronext puis converties en actions ordinaires ou rachetées à l'initiative de l'émetteur). Par ailleurs, quelques émissions (une dizaine) sont intervenues, sans être suivies d'une admission aux négociations. Elles ne répondent pas nécessairement à des besoins de financement. Il peut s'agir de faire bénéficier de droits particuliers certains investisseurs ou dirigeants.

Madame Hua Sun-Bai a ainsi rapporté que la seule opération à laquelle il lui a été donné de participer avait pour objectif de conférer à un actionnaire majoritaire quelques droits spécifiques, notamment pécuniaires et qu'elle avait dû être abandonnée.

Dans le secteur non coté, en revanche, l'action de préférence est utilisée de manière courante, aussi bien par les sociétés anonymes que par les sociétés par actions simplifiées. M. Marc Diamant a expliqué que l'action de préférence permet à l'investisseur en capital-risque de garantir un meilleur retour sur investissement et que sa souplesse est également très prisée dans les opérations de LBO ou par les sociétés familiales quand elles cherchent à accroître leurs fonds propres.

Le constat fait, on peut s'interroger sur l'opportunité de faire évoluer les choses. A dire vrai, la question se dédouble :

- Dans le secteur coté, il faut s'interroger sur les raisons du délaissement de l'action de préférence et se demander si ce sont de bonnes ou de mauvaises raisons.
- Dans le secteur non coté, l'utilité de l'action de préférence n'est pas discutable. La réflexion ne peut alors porter que sur d'éventuels perfectionnements, qui la rendraient encore plus adaptée à ses fonctions.

Pourquoi l'action de préférence n'a-t-elle pas rencontré le succès sur les marchés ? Plusieurs explications ont été données. Il y aurait la concurrence d'autres instruments (dette subordonnée, titres hybrides...), répondant suffisamment aux besoins des investisseurs. La durée de la procédure d'émission serait également un handicap (a été évoquée une durée de sept mois, rapportée aux trois mois nécessaires à une levée de fonds classique). Le produit est complexe, ce qui serait de nature



à engendrer une certaine insécurité juridique, notamment en ce qui concerne leur rachat. Enfin, l'existence d'actions de préférence rendrait plus compliquées des émissions ultérieures, ainsi que le déroulement d'éventuelles offres publiques d'acquisition.

Faut-il surmonter ces réticences, et modifier le régime des actions de préférence pour les rendre plus attractives ? Certains membres du groupe de travail le pensent en soulignant que l'instrument pourrait être utile pour les petites et moyennes sociétés cotées contrôlées par un actionnaire de référence craignant la dilution attachée aux augmentations de capital. D'autres ont proposé un effort de standardisation des actions de préférence, qui permettrait leur mise sur le marché dans le cadre d'un processus juridique assoupli (notamment par l'usage de délégations votées en assemblée générale).

Au vu de ces éléments, les préconisations suivantes pourraient être formulées :

1. Distinguer nettement selon que l'action de préférence est susceptible d'être émise par une société non cotée ou une société cotée. Dans le premier cas le régime juridique appelle quelques réglages, sans bouleversements car la réglementation actuelle ne semble pas gêner les relations contractuelles entre émetteurs et investisseurs, qui président aux émissions. Les travaux menés de façon approfondie par la CCI Paris Ile-de-France et qui se sont récemment concrétisés par le rapport Laurent Pfeiffer du 6 juillet 2017 fournissent à cet égard un cadre de réflexion approprié. Il conviendrait, en particulier, de consacrer explicitement la possibilité de stipuler un droit de vote multiple au profit des actions de préférence dans la société par actions simplifiée.
2. Faire coexister, dans le secteur coté, un régime général de l'action de préférence permettant aux émetteurs qui le souhaitent de réaliser une opération « sur mesure », et une action de préférence standard dont l'émission pourrait être décidée, moyennant des caractéristiques prédéterminées (avec le cas échéant quelques options en nombre limité), par le conseil d'administration ou le directoire sur la base d'une délégation de compétence votée par l'assemblée générale extraordinaire.
3. Confier le soin de préciser les caractéristiques de l'action de préférence standard aux associations de place (Amafi, AFG, Ansa...) en concertation avec l'Autorité des marchés financiers. Cette action étant dépourvue de droit de vote, les discussions devraient porter sur leur rémunération et leur effet dilutif à l'égard des actionnaires ordinaires (avec probablement la détermination de plafonds). *In fine*, l'action de préférence standard pourrait être consacrée par un texte de droit souple, telle une recommandation ou une communication de l'Autorité des marchés financiers.
4. Consacrer législativement l'action de préférence standard, dans la mesure où il conviendrait d'autoriser le conseil d'administration ou le directoire, agissant sur délégation de l'assemblée générale extraordinaire, à modifier les statuts pour y inclure les prérogatives particulières attachées à cette variété d'actions de préférence.



2. Le droit de vote et les droits pécuniaires appellent des traitements différents

En droit positif, la liberté des émetteurs est sensiblement plus encadrée dans la détermination du droit de vote attaché aux actions de préférence que dans celle des prérogatives d'ordre pécuniaire. L'action de préférence est soumise aux mêmes contraintes que l'action ordinaire en matière d'attribution du droit de vote double (et donc d'interdiction du droit de vote multiple). En revanche, la gamme des avantages financiers dont elle est susceptible de bénéficier est largement ouverte.

Faut-il faire évoluer les choses ?

S'agissant du droit de vote, la question est de politique juridique. Il est incontestable que certains pays de l'Union européenne sont beaucoup plus ouverts que le droit français à l'attribution de droits de vote pluraux, et en tirent avantage sur le terrain de l'attractivité (ex. : les Pays-Bas). Il est également vrai qu'aux Etats-Unis l'émission d'actions à droits de vote inégaux est utilisée par les fondateurs de sociétés introduites en bourse (en particulier celles de la nouvelle économie) pour concilier accès au marché de capitaux et maintien de leur pouvoir majoritaire. Pour autant, le groupe de travail n'est pas favorable à un alignement du droit français sur les solutions les plus libérales. Il estime que la possibilité de retirer le droit de vote à l'action de préférence suffit, sans qu'il soit nécessaire d'y ajouter, à l'autre bout du spectre, le vote plural (seules les SAS, par nature non cotées, devraient, par leur statut, pouvoir émettre des actions de préférence à droit de vote multiple). Il observe d'ailleurs que les modifications apportées par la loi Florange en matière de droit de vote double ont suscité des résistances ; l'épargne institutionnelle et les agences de vote ne seraient pas favorables à une réforme qui éloignerait sensiblement le droit français du principe « *one share, one vote* ».

Le groupe propose donc de simples retouches au régime des actions de préférence sur le terrain du droit de vote double quand elles bénéficient de ce droit.

On pourrait en particulier envisager de dispenser, dans certains cas, le porteur d'action de préférence de la période de stage d'un minimum de deux ans, qui actuellement conditionne l'octroi d'un droit de vote double.

Une telle évolution permettrait d'aligner les conséquences de la fusion et de l'offre publique d'échange sur le droit de vote double, en proposant aux actionnaires de la société cible bénéficiant d'un tel droit des actions de préférence de la société initiatrice dotées, *ab initio*, du droit de vote double.

S'agissant des droits pécuniaires susceptibles d'être attachés à l'action de préférence, le groupe de travail n'estime pas nécessaire d'en élargir la palette. En revanche, il plaide pour leur efficacité. A ce titre, il fait sienne la proposition, formulée par la CCI Paris Ile-de-France, de permettre au conseil d'administration ou au directoire de décider le versement du dividende statutairement promis aux porteurs d'actions de préférence dès lors que les comptes approuvés de l'émetteur constatent l'existence d'un bénéfice distribuable suffisant. Cette automaticité du versement (au moins lorsque l'action de préférence est dépourvue de droit de vote) présenterait l'avantage de rapprocher le droit français des standards internationaux.



3. Le régime juridique applicable aux actions de préférence pourrait utilement être aménagé sur plusieurs points précis.

3.1 - L'application de la procédure des avantages particuliers

Aujourd'hui, l'article L. 228-15, al.1^{er}, du code de commerce dispose que « *la création de ces actions donne lieu à l'application des articles L. 225-8, L. 225-14, L. 225-47 et L. 225-48 relatifs aux avantages particuliers lorsque les actions sont émises au profit d'un ou plusieurs actionnaires nommément désignés. Dans ce cas, le commissaire aux apports prévu par ces articles est un commissaire aux comptes n'ayant pas réalisé depuis cinq ans et ne réalisant pas de mission au sein de la société* ».

Pris à la lettre, l'article L. 228-15 n'exige pas l'intervention d'un commissaire aux apports lorsque les actions de préférence sont émises au profit de tiers (par exemple dans le cadre d'une augmentation de capital réservée). Il s'agit là d'une lacune d'ailleurs parfaitement identifiée. Il conviendrait de la combler, en généralisant l'exigence de l'application de la procédure des avantages particuliers.

Le groupe de travail souligne, en outre, que l'intervention du commissaire aux apports ne constitue pas un doublon par rapport à celle du commissaire aux comptes de la société émettrice. Dans le secteur coté, la valorisation de l'avantage particulier se présente comme spécialement nécessaire. Peut-être serait-il utile, d'ailleurs, de préciser dans la partie réglementaire du code de commerce les termes de la mission confiée au commissaire, au lieu de se contenter d'un renvoi aux dispositions gouvernant la vérification des apports en nature.

3.2 - Le droit préférentiel de souscription

En l'état actuel des textes, le porteur d'actions de préférence dispose en principe d'un droit préférentiel de souscription lors de toute émission d'actions nouvelles, qu'elles soient ordinaires ou de préférence. Ce droit préférentiel de souscription est d'ordre public. La seule exception est celle prévue au dernier alinéa de l'article L. 228-11 du code de commerce, qui vise les actions de préférence sans droit de vote à l'émission auxquelles est attaché un droit limité de participation aux dividendes, aux réserves ou au partage du patrimoine en cas de liquidation.

Le groupe de travail estime que ces contraintes pourraient être desserrées tout en restant dans le cadre tracé par l'article 72 de la directive (UE)2017/1132 du 14 juin 2017.

Une première solution consisterait à prendre appui sur le b) de l'article 72.2 de la directive pour écarter les porteurs d'actions de préférence de l'augmentation de capital en numéraire par émission d'actions ordinaires, sous réserve de sa souscription intégrale par les porteurs d'actions ordinaires sur la base de leur droit préférentiel de souscription.



On pourrait également envisager que l'assemblée générale extraordinaire (ou, sur délégation, le conseil d'administration ou le directoire) décidant une augmentation de capital avec droit préférentiel de souscription n'ouvre l'opération aux porteurs d'actions de préférence qu'à travers la souscription de nouvelles actions de préférence ayant les mêmes caractéristiques que les anciennes. Il s'agirait en quelque sorte de droits de préférence « en silos » (de nouvelles actions ordinaires pour les actionnaires ordinaires, de nouvelles actions de préférence pour les porteurs d'actions de préférence). Si cette possibilité était retenue, sans doute serait-il nécessaire de faire intervenir le commissaire aux apports mentionné à l'article L. 228-15 du code de commerce, la valorisation d'un droit de souscription à des actions de préférence n'étant pas nécessairement identique à celle du droit préférentiel de souscription « ordinaire ».

3.3 - Le rachat des actions de préférence à l'initiative du porteur

Il s'agit d'une question discutée depuis que l'ordonnance du 24 juin 2004 a introduit l'action de préférence en droit français. Le Ministère de la Justice s'est, dans un premier temps, montré réceptif à la stipulation dans les statuts d'une clause de rachat de l'action de préférence à l'initiative du porteur (réponse ministérielle Adnot). L'idée ne fut toutefois pas retenue lors de la réforme de certains aspects du régime des actions de préférence par l'ordonnance du 31 juillet 2014.

L'hésitation peut naître de ce que le rachat des actions ampute les capitaux propres de l'émetteur et qu'en abandonner l'initiative au porteur risquerait de mettre la société en difficulté. Cette objection ne paraît pas insurmontable. On connaît déjà, en droit positif, les mécanismes de « coussins » auxquels est subordonnée la détention par la société de ses propres actions (article L. 225-210 du code de commerce). Il devrait être possible de s'en inspirer, en limitant le volume d'actions rachetables à une quotité du capital émis et en imposant la constitution de réserves (outre, peut-être, une clause de désactivation de la faculté de rachat dans certaines circonstances défavorables). Il a en tout cas semblé au groupe de travail que le succès de la formule de l'« action de préférence standard » sur les marchés financiers, serait favorisé par la consécration législative d'une possibilité de rachat à l'initiative du porteur.

Il est donc proposé d'amender l'article L. 228-12, III, du code de commerce en supprimant la condition énoncée à son 4^o (« *Le rachat est à l'initiative exclusive de la société* »). Le droit français serait ainsi aligné sur l'article 79 de la directive (UE) 2017/1132 du 14 juin 2017, qui ne prévoit pas cette condition. En contrepartie, le rachat à l'initiative des porteurs serait encadré par des ratios financiers, et subordonné, le cas échéant, à une durée minimum de détention.



COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL



COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL « Financement des sociétés »

PRÉSIDENT

- Hervé SYNDET, Professeur en Droit privé à l'Université Paris II

MEMBRES :

- Jean François BIARD, Consultant, ancien banquier d'affaires, membre du HCJP
- Dominique BOMPOINT, avocat associé, Cabinet Bompoint
- Gilles ENDREO, avocat, White and Case
- Laura GABAY, avocate, Bredin Prat
- Gérard GARDELLA, Secrétaire Général du HCJP, ancien Magistrat, ancien Directeur juridique du Groupe Société Générale
- Antoine GAUDEMET, Professeur en Droit privé à l'Université Paris II
- Hervé LETREGUILLY, avocat associé, Shearman and Sterling
- Didier MARTIN, avocat associé, Cabinet Bredin Prat, membre du HCJP
- Marie-Aude NOURY, avocate associée, Cabinet Noury
- Anne OUTIN-ADAM, directrice du pôle de politique législative et juridique de la Chambre de commerce et d'industrie de Paris (CCIP)
- Marie-Laurence TIBI, avocate associée, Clearly Gottlieb

REPRÉSENTANTS DE LA DIRECTION GÉNÉRALE DU TRÉSOR :

- Jérôme BROUILLET
- Alice NAVARRO
- Pierre ROHFRITSCH

REPRÉSENTANTS DU MINISTÈRE DE LA JUSTICE :

- Antoine CHABERT
- Nicolas FAAS
- Marie-Albanie TERRIER

REPRÉSENTANTS DE L'AMF :

- Olivier BOULON
- Olivier GAYRAL
- Louis Charles HEVIN