Optimiser les actions de préférence : un enjeu de croissance pour les entreprises

Rapport présenté par Monsieur Laurent Pfeiffer
au nom de la Commission droit de l'entreprise et fiscalité

et adopté au **Bureau du 6 juillet 2017**

CCI PARIS ILE-DE-FRANCE
Accélérateur de croissance

CCI PARIS ILE-DE-FRANCE

Optimiser les actions de préférence : un enjeu de croissance pour les entreprises

Rapport présenté par Monsieur Laurent Pfeiffer
au nom de la Commission droit de l'entreprise et fiscalité

et adopté au **Bureau du 6 juillet 2017**

Sommaire

INTRODUCTION 4

LIVRET POLITIQUE : PROMOUVOIR LES ACTIONS DE PREFERENCE 9

I – UN LEVIER DE DIVERSIFICATION DE L'OFFRE DE FINANCEMENT FAITE AUX ENTREPRISES 9

A. LES ACTIONS DE PRÉFÉRENCE : UNE RÉPONSE MODULABLE EN FONCTION DES BESOINS DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES 9

B. LES ACTIONS DE PREFERENCE AU SERVICE DU DEVELOPPEMENT DES *START-UP* 13

II - UN LEVIER DE TRANSMISSION SUR-MESURE DE L'ENTREPRISE 14

A. OFFRIR UNE LIBERTE CONTRACTUELLE UTILE ET EFFICACE PERMETTANT D'ORGANISER UNE TRANSMISSION PROGRESSIVE DE L'ENTREPRISE 14

B. UNE ALTERNATIVE INTERESSANTE A L'UTILISATION DU DEMEMBREMENT DE PROPRIETE DANS LE CADRE DU PACTE DUTREIL ? 16

III – UN LEVIER AU SERVICE D'UNE CULTURE D'ENTREPRISE INNOVANTE 17

CONCLUSION DU LIVRET POLITIQUE 19

LIVRET TECHNIQUE : OPTIMISER LES ACTIONS DE PREFERENCE
SIMPLIFIER LE REGIME JURIDIQUE DES ACTIONS DE PREFERENCE EN INSISTANT SUR PLUSIEURS OBJECTIFS A ATTEINDRE 20

A - DEUX OBJECTIFS PRINCIPAUX : FACILITER L'EMISSION D'ACTIONS DE PREFERENCE A DROIT DE VOTE DOUBLE ET GARANTIR LA REMUNERATION DES ACTIONS PREFERENCE 20

B – UN OBJECTIF PARTICULIER POUR LES SAS : OPTIMISER LES ACTIONS DE PREFERENCE POUR REPONDRE À LA SOUPLESSE DE CETTE FORME SOCIALE 22

C – QUELQUES OBJECTIFS PLUS « SPECIFIQUES » : AJUSTER TECHNIQUEMENT LE REGIME JURIDIQUE DES ACTIONS DE PREFERENCE 22

Introduction

QU'EST-CE QU'UNE ACTION DE PRÉFÉRENCE / QUELLE VALEUR AJOUTÉE PAR RAPPORT À UNE ACTION ORDINAIRE ?

Les actions de préférence : un instrument permettant une dissociation entre le pouvoir et le capital au sein des sociétés par actions, ainsi que l'attribution de droits particuliers

Consacrées dans le prolongement d'un vaste mouvement de libéralisation et de simplification des instruments financiers, les actions de préférence ont été introduites en droit français en 2004[1]. Le Code de commerce[2] permet ainsi la création, lors de la constitution de la société ou au cours de son existence, d'actions de préférence, avec ou sans droit de vote, assorties de droits particuliers de toute nature, à titre temporaire ou permanent[3].

Susceptibles d'être émises dans les sociétés par actions, elles permettent aux entreprises (et notamment les PME / ETI[4] / *start-up*), d'une part, d'organiser une dissociation du pouvoir et de la propriété du capital et, d'autre part, de répondre à certaines attentes spécifiques des investisseurs.
La création de cette catégorie d'actions fut précédée par la nécessité de trouver des solutions à certains impératifs économiques. Ainsi, dès 2001, un rapport du MEDEF explicitait la nécessité de faciliter le financement des entreprises : *« de nombreuses sociétés ont besoin de recourir à des instruments de fonds propres alternatifs à l'action ordinaire afin d'élargir leurs sources de financement et d'offrir aux investisseurs les produits purement financiers bénéficiant d'une rentabilité plus importante. Par ailleurs, ces instruments, en permettant de séparer capital et pouvoir peuvent permettre d'éviter la dilution du capital et la perte du contrôle »*[5].

Le recours aux actions de préférence offre ainsi des produits souples et adaptés aux besoins des entreprises. Cela est d'autant plus vrai dans un contexte de mondialisation, de rapprochement des places boursières et d'accroissement de la concurrence des systèmes juridiques.

---

[1] Après y avoir été autorisé par la loi d'habilitation du 2 juillet 2003 (Article 26 de la loi n° 2003-591 du 2 juillet 2003, JORF 3 juill. 2003, p. 11192), le gouvernement a simplifié et unifié le régime applicable aux valeurs mobilières des sociétés commerciales à travers l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 « 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 », JORF, 26 juin 2004, p. 11612. Sur l'ensemble du texte, v. spécialement, A. COURET, H. LE NABASQUE, Valeurs mobilières, augmentations de capital, nouveau régime, éd. Francis Lefebvre, 2004, spéc. n° 484 et s. V. également, Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 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, JORF, 30 juill. 2004, p. 13577. Il aura fallu attendre le décret d'application du 10 février 2005 (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, JORF n°36, 12 févr. 2005, p. 2404) pour que le régime des actions de préférence soit définitivement applicable.

[2] Art. L. 228-11 al. 1.

[3] Ces droits sont définis par les statuts dans le respect des dispositions des articles L. 225-10 et L. 225-122 à L. 225-125 du Code de commerce.

[4] Entreprises de taille intermédiaire.

[5] Le MEDEF a lancé les réflexions en 1993 (P. BISSARA, J.-P. BOUERE, « Les propositions du CNPF de modernisation du régime des émissions de titres de capital », Bull. Joly 1994, p. 9) et en 2000 (Commission juridique du MEDEF présidée par Bernard Field), Les actions de préférence : Propositions du MEDEF pour une modernisation du droit des valeurs mobilières, mai 2001). Il fut ensuite rejoint par l'Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC, Les actions de préférence, Commission venture, 08 juill. 2003), l'Association Française des Entreprises Privées (AFEP) et l'Association Nationale des Sociétés par Actions (ANSA) (AFEP-MEDEF-ANSA, Pour un droit moderne des sociétés, oct. 2003).

A cet égard, les actions de préférence s'inspirent d'ailleurs des droits anglais et américain, qui connaissent depuis longtemps les *preferred shares*[6].

Au final, l'incroyable plasticité dont bénéficient les actions de préférence promet ainsi une utilisation « sur-mesure », destinée à répondre à l'immense variété des besoins auxquels les entreprises sont susceptibles d'être confrontées. En d'autres termes, et au-delà de la seule promotion d'un outil « technique », il s'agit d'offrir aux entreprises et aux investisseurs un instrument flexible, adaptable et ajustable, susceptible de concilier leurs intérêts respectifs.

QUELS AVANTAGES POUR LES ENTREPRISES ?

Les actions de préférence : un levier de stratégie au bénéfice des entreprises

Très concrètement, le recours aux actions de préférence présente de nombreux atouts, aussi bien en termes financier, de management (intéressement des salariés, etc.), d'organisation du pouvoir et de transmission patrimoniale. Cet outil apparaît, de surcroît, particulièrement intéressant en tant que vecteur de développement et de croissance au service des *start-up.*

Les intérêts pour les entreprises sont multiples :

- Améliorer le financement en fonds propres comme alternative au recours au crédit bancaire ;
- Rapprocher la France des standards internationaux en faisant bénéficier les entreprises françaises d'outils connus et appréciés des investisseurs étrangers ;
- Préserver un actionnariat stable et durable ;
- Créer une culture d'entreprise innovante en utilisant les actions de préférence comme un levier de récompense et de fidélisation des collaborateurs performants ;
- Anticiper la transmission d'une entreprise en organisant une montée au capital mesurée et progressive des héritiers.

POURQUOI FAUT-IL RÉFORMER LES ACTIONS DE PRÉFÉRENCE ?

Les actions de préférence sont encore trop peu utilisées par les entreprises. Tout d'abord, le dispositif est méconnu. Ensuite, et lorsqu'il est connu des praticiens, il ne paraît pas attractif car il est perçu comme excessivement complexe, voire peu compétitif par rapport à d'autres mécanismes. L'absence de standardisation des actions de préférence, vecteur de souplesse, nuit à l'attractivité recherchée par les auteurs de la réforme lors de l'introduction de cet outil juridique. Celle-ci ne semble pas, en effet, à la hauteur des attentes de la pratique et de la doctrine, privant, entre autres, les entreprises d'un outil supplémentaire de financement. Enfin et surtout, nonobstant les réformes déjà engagées, de nombreux verrous techniques continuent de brider le mécanisme.
Par conséquent, l'efficacité des actions de préférence n'est pas pleinement atteinte en pratique[7]. Sa mise en œuvre pose plus de difficultés qu'il n'y paraît[8] et plusieurs difficultés d'application ont pu être identifiées. Cette situation, dénoncée par la pratique et l'université[9], ne doit plus perdurer.

---

[6] Qui se distinguent toutefois des actions de préférence de droit français, eu égard à leur caractère réellement hybride, à mi-chemin entre l'action et l'obligation.

[7] Cette situation fut notamment dénoncée par la pratique et l'université (H. LE NABASQUE et alii, « Les actions de préférence », Actes prat. ing. sociétaire, nov.-déc. 2012, p. 3 ; D. BOMPOINT, S. TORCK, « Actions de préférence : les pistes d'une réforme », Actes prat. ing. sociétaire, nov.-déc. 2008 ; D. MARTIN, O. SABA, C. FALLET, « Pistes de réflexion pour une réforme du régime des actions de préférence », JCP E, n° 38, 23 sept. 2010, p. 1821).

[8] D'une part, le Code de commerce ne semble pas mettre un terme à la complexité résultant de la diversité des titres hybrides susceptibles d'être émis en droit français antérieurement à l'ordonnance de 2008 (auxquels pouvaient déjà être attachés des droits particuliers (actions de priorité, certificats d'investissement et actions à dividende prioritaire sans droit de vote). D'autre part, le régime juridique institué, souple en apparence, se retrouve « bridé » par les exigences impératives du droit commun des sociétés ainsi que par celles du droit des sociétés par actions. (T. ALLAIN, « Propositions pour en finir avec … les titres en voie d'extinction », Rev. sociétés, janv. 2017, n°1, p.7.)

[9] H. LE NABASQUE et alii, « Les actions de préférence », Actes prat. ing. sociétaire, nov.-déc. 2012, p. 3 ; D. BOMPOINT, S. TORCK, « Actions de préférence : les pistes d'une réforme », Actes prat. ing. sociétaire, nov.-déc. 2008 ; D. MARTIN, O. SABA, C. FALLET, « Pistes de réflexion pour une réforme du régime des actions de préférence », JCP E, n° 38, 23 sept. 2010, p. 1821.

La Loi de Modernisation de l'Economie (LME) du 4 août 2008[10], ainsi qu'une ordonnance du 5 novembre 2008[11], ont certes apporté quelques ajustements, mais elles n'ont toutefois pas pleinement atteint le résultat escompté de dynamisation de cet outil.

Plus récemment, une nouvelle réforme est intervenue avec l'ordonnance du 31 juillet 2014, mais beaucoup reste encore à faire. En effet, la nouvelle rédaction de l'article L. 228-98 du Code de commerce[12], en ce qu'elle facilite la gestion des actions de préférence en présence de valeurs mobilières donnant accès au capital[13], au même titre que le nouveau dispositif[14] spécialement dédié au rachat des actions de préférence[15] au sein du Code de commerce[16], constituent certes des avancées particulièrement utiles, mais encore insuffisantes.

Le régime juridique entourant les actions de préférence demeure ainsi encore largement perfectible, et la nécessité d'accroître l'attractivité des actions de préférence, notamment pour les *start-up*, les PME et les ETI, reste plus que jamais d'actualité aux motifs suivants :

- **Premièrement, le soutien de la création et de la croissance de nos entreprises constitue l'un des objectifs essentiels partagé par le Président de la République**[17]. Le besoin en fonds propres des entreprises est un enjeu fondamental pour ces dernières. S'il fallait s'en convaincre, le programme du Président de la République ne manque pas de le rappeler explicitement : *« autre obstacle à lever, [est] celui du financement »,* avant de préciser que *« la France souffre ainsi d'un « capitalisme sans capital »*[18].

- **Deuxièmement, les actions de préférence sont particulièrement adaptées à la nouvelle économie.** En permettant de dissocier le rôle des fondateurs et des investisseurs, les actions de préférence trouvent une place de choix au sein de la gouvernance des entreprises, et notamment des *start-up*. Alors que la volonté politique est clairement affirmée de développer davantage ce modèle d'entreprise[19], il apparaît opportun d'optimiser ces titres pour en faire des leviers de croissance efficaces.

- **Troisièmement, l'adoption d'une réforme des actions de préférence constitue un enjeu contemporain de compétitivité de notre pays.** Une réforme en profondeur de cet outil juridique permettrait, en effet, de rapprocher la France des standards internationaux, connus et appréciés des investisseurs. Il y a bien là un sujet d'actualité... Un groupe de travail[20] du Haut Comité Juridique de la place financière de Paris, présidé par le Professeur Hervé Synvet, mène actuellement des travaux en la matière sous le prisme spécifique des sociétés cotées. En outre, un avis du Conseil Economique Social et Environnemental a récemment

[10] Loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie, JORF n°0181, 5 août 2008, p. 12471.
[11] Ordonnance n° 2008-1145 du 6 novembre 2008 relative aux actions de préférence, JORF n° 0260, 7 nov. 2008, p. 17070.
[12] Issue de l'article 33 de l'ordonnance du 31 juillet 2014, cette nouvelle rédaction vient mettre un terme aux difficultés d'interprétation de l'article L. 228-98 du Code de commerce. Elle autorise désormais plus clairement les sociétés émettant des valeurs mobilières donnant accès au capital à prévoir dans le contrat d'émission la possibilité d'émettre des actions de préférence pouvant modifier la répartition des bénéfices ou amortir le capital. Ce n'est qu'à défaut, que l'autorisation de créer de telles actions de préférence devra être donnée dans les conditions de l'article L. 228-103, et sous réserve de prendre les dispositions nécessaires au maintien des droits des titulaires des valeurs mobilières donnant accès au capital dans les conditions définies à l'article L. 228-99 du Code de commerce.
[13] V. la proposition n°5 du rapport précité. La proposition initiale de la CCI Paris Ile-de-France était toutefois plus restrictive, puisqu'elle était cantonnée aux sociétés non cotées. Le texte actuel va plus loin, et n'opère pas de distinction entre sociétés cotées et non cotées. Il offre à ce titre une portée plus générale tout à fait opportune.
[14] L'un des chapitres de l'ordonnance n°2014-863 du 31 juillet 2014 fut consacré au rachat des actions de préférence, problématique sur laquelle la CCI Paris Ile-de-France avait longuement insisté.
[15] Distinguant le régime du rachat des actions de préférence en cours de vie sociale de celui applicable aux actions de préférence stipulées rachetables dès l'émission, les nouvelles règles sont davantage conformes aux exigences du droit européen et apportent, dans l'ensemble, des précisions utiles et assez globalement saluées par la doctrine universitaire, malgré quelques imperfections.
[16] Art. L. 228-12 et L. 228-12-1 C. com.
[17] https://en-marche.fr/emmanuel-macron/le-programme/entreprises (Objectif 1 : Soutenir la création et la croissance de nos entreprises).
[18] https://en-marche.fr/emmanuel-macron/le-programme/entreprises (Objectif 1 : Soutenir la création et la croissance de nos entreprises)
[19] Voir en ce sens le discours d'Emmanuel Macron du 15 juin 2017 prononcé au salon VivaTech à Paris, Les Echos du 16 juin 2017.
[20] Auquel la CCI Paris Ile-de-France est associée et dont le Rapport de 2013 contribue à la réflexion.

recommandé, pour sa part, de sensibiliser les PME sur l'utilisation des actions de préférence afin de diversifier l'offre de financement faite aux entreprises[21].

- **Quatrièmement, l'utilisation optimale des actions de préférence pourrait permettre de repenser la culture d'entreprise d'une manière innovante.** Ce sujet paraît déterminant au regard des nouvelles attentes des entreprises, et semble devoir être mis en lumière. Un intéressement « original » des salariés pourrait, par exemple, être organisé avec minutie grâce à l'utilisation des actions de préférence.

- **Cinquièmement, la mise à disposition d'un instrument souple et agile offre un îlot de liberté permettant de répondre aux intérêts respectifs, tant des investisseurs que des émetteurs.** Le contrat de société prendrait ici tout son sens, en mettant à disposition des parties une liberté contractuelle extrêmement appréciable en pratique (liberté de « filtrer » les investisseurs destinés à entrer au capital, possibilité de leur fournir des contreparties sur-mesure répondant à leurs intérêts propres, etc.), particulièrement dans des sociétés par nature « institutionnalisées », telles que la SA.

- **Sixièmement, le contexte politique ouvre des opportunités calendaires et un temps législatif favorables aux propositions de réformes.** La CCI Paris Ile-de-France apporte ainsi sa contribution au programme de travail du Gouvernement, lequel repose sur un plan de transformation du pays.

* *
*

La CCI Paris Ile-de-France considère qu'il serait opportun que le Gouvernement s'empare de ce sujet[22].

Elle souhaite renouveler, appuyer et compléter, dans un contexte rénové, des propositions qu'elle avait déjà formulées en 2013[23], en insistant sur l'objectif à atteindre : faire des actions de préférence un instrument, souple, ouvert et contractuel, susceptible de répondre aux besoins respectifs, tant des investisseurs que des entreprises.

Les actions de préférence pourraient, à cet égard, permettre de contribuer au rayonnement et à l'attractivité d'un droit français des sociétés innovant, se positionnant en concurrent efficace face aux régimes les plus développés en la matière, en particulier anglo-saxons.

Dans le dessein de répondre aux objectifs précités, la CCI Paris Ile-de-France propose une analyse bipartite :

- ✓ La première, « politique », est destinée à promouvoir les actions de préférence ;
- ✓ La seconde, « technique », exposée au sein d'un livret annexe, est destinée à présenter les mesures de simplification qu'il conviendrait d'apporter au dispositif juridique actuel pour en parfaire l'utilisation.

Il est précisé que l'étude de la CCI Paris Ile-de-France est réalisée sous l'angle plus spécifique des sociétés non cotées.

[21] Voir « Les PME/TPE et le financement de leur développement pour l'emploi et l'efficacité », Frédéric Boccara, mars 2017.
[22] « Nous sommes un pays entreprenant ! Mais ensuite, cela bloque : les PME et les entreprises de taille intermédiaire françaises grandissent trop peu, trop lentement (...). Et les obstacles demeurent trop nombreux à la croissance des entreprises » https://en-marche.fr/emmanuel-macron/le-programme/entreprises (Objectif 1 : Soutenir la création et la croissance de nos entreprises).
[23] CCI Paris Ile-de-France, Fonds propres des entreprises. Rendre plus attractives les actions de préférence, rapport de J.-C. Hanus, 28 mars 2013.

La présente étude a été réalisée avec la collaboration de plusieurs experts.

Un groupe de travail *ad hoc,* a été composé de M. Jean-Claude Hanus et M. Bernard Field ainsi que de Mme Anne Outin-Adam, Mme Françoise Arnaud-Faraut, M. Marc Canaple et M. Jérémy Consalvo.

Par ailleurs, la CCI Paris Ile-de-France souhaite tout particulièrement remercier Monsieur Tanguy Allain *(Maître de Conférences en Droit privé à l'Université de Cergy-Pontoise)* ainsi que Madame Charlotte Génicon *(Professeur de Droit privé à l'Université de Nantes)* pour leur précieuse contribution.

Livret politique : promouvoir les actions de préférence

L'intérêt conceptuel des actions de préférence est aujourd'hui largement reconnu[24]. Pourtant, force est de constater que beaucoup reste à faire en pratique afin d'améliorer la connaissance de cet outil et d'en perfectionner le dispositif.

Par ailleurs, la problématique de croissance des PME et des ETI françaises nécessite de s'intéresser aux solutions susceptibles de lever les obstacles auxquels ces dernières sont confrontées.

La CCI Paris Ile-de-France souhaite ainsi attirer l'attention des dirigeants d'entreprises sur trois leviers à leur disposition :

- Un levier de diversification de l'offre de financement faite aux entreprises ;
- Un levier de transmission sur-mesure de l'entreprise ;
- Un levier au service d'une culture d'entreprise innovante.

I – UN LEVIER DE DIVERSIFICATION DE L'OFFRE DE FINANCEMENT FAITE AUX ENTREPRISES

La politique de financement de l'entreprise suscite de nombreuses interrogations. Schématiquement, sa mise en œuvre nécessite d'opérer un choix entre l'endettement d'une part, et les capitaux propres, d'autre part. Cette décision est particulièrement importante dans la mesure où la structure financière de l'entreprise en dépend. Un « équilibre » doit ainsi être recherché.

Alors qu'en théorie l'entreprise dispose d'une palette d'outils de financement relativement diversifiée (trésorerie disponible, dette, émission d'actions ordinaires, etc.)[25], une analyse plus pratique permet toutefois de nuancer cette affirmation. En effet, et indépendamment des études qui s'opposent sur la question du financement d'entreprise, il apparaît au minimum que les entreprises n'aient pas accès aux instruments de financement dans les mêmes conditions. Il existe, entre autres, une réticence plus ou moins importante des établissements de crédit selon le secteur d'activité de l'entreprise[26], ses caractéristiques intrinsèques, etc.

Aussi, bien qu'il présente de nombreux avantages, le crédit bancaire n'est pas accessible à tous[27].

A cet égard, les actions de préférence sont susceptibles de constituer une réponse modulable en fonction des besoins de financement des entreprises. Elles semblent également trouver un intérêt non négligeable dans le cadre du développement des *start-up*.

A. LES ACTIONS DE PRÉFÉRENCE : UNE RÉPONSE MODULABLE EN FONCTION DES BESOINS DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES

Les actions de préférence constituent une réelle opportunité en ce qu'elles permettent de singulariser et de nuancer les droits attachés à certaines actions. Pour que leur développement soit optimal, ces dernières doivent toutefois se moderniser afin de répondre aux nouvelles exigences des entreprises, des investisseurs et du marché. La clé de réussite de leur développement réside ainsi dans la faculté d'émettre des actions de préférence adaptées à chaque situation.

1. Un contexte économique a priori favorable à l'endettement

Le niveau de fonds propres des entreprises constitue l'un des critères essentiels analysés par les investisseurs. Une solide structure financière reste la clé.

[24] V. C. BARET, G. ANDREO, « Les actions de préférence dans les sociétés cotées : de la déception à l'espoir », Actes pratiques et ingénierie sociétaire, nov.-déc. 2008, p. 16.

[25] Chacune de ces techniques présente toutefois des inconvénients (par exemple, l'émission d'actions ordinaires présente certes l'avantage de constituer une ressource financière durable mais elle implique une dilution politique et financière. L'endettement, quant à lui, constitue une ressource limitée et impose des échéances régulières de remboursement ainsi que le paiement d'intérêts).

[26] Le raisonnement doit bien sûr être modulé en fonction du secteur d'activité des entreprises. Certaines d'entre elles, œuvrant sur des segments très techniques (biotech, etc…) disposeront d'un accès moins aisé au crédit bancaire.

[27] Le marché bancaire paraît relativement restreint à l'égard des entreprises qui ne pourraient se prévaloir d'un historique important de crédits remboursés, de garanties suffisantes ou encore d'un modèle économique clairement établi.

Alors que les taux d'intérêts demeurent historiquement bas, notamment grâce à la politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE), les entreprises n'apparaissent pas être confrontées, du moins dans leur globalité, à des difficultés significatives en matière de financement de leur développement[28]. Certains auteurs regrettent toutefois que les demandes de prêts refusées en amont par les établissements, et donc n'ayant pas fait l'objet d'une procédure formelle, ne soient pas prises en compte dans les statistiques[29].

Indépendamment de ce qui précède, il convient de garder certains éléments plus spécifiques à l'esprit. Par exemple, la publication trimestrielle de la Banque de France, datée d'avril 2017 s'agissant des entreprises de petite et moyenne taille, semble témoigner d'un léger coup d'arrêt concernant l'accès au crédit de cette catégorie d'entreprises[30]. En outre, selon certaines études, le financement de dépenses spécifiques de « trésorerie » (telles que les dépenses de communication, de marketing, etc.) serait délaissé par les établissements bancaires.

Quoiqu'il en soit, il existe un consensus d'un grand nombre d'institutions internationales, tels que le Fonds Monétaire International (FMI), l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE), la Commission Européenne, la BCE ou encore le Conseil européen du risque systémique (ESRB), en faveur d'une réduction du financement des entreprises par les banques au profit d'un financement sur les marchés. Tout devrait donc être mis en œuvre pour faciliter le renforcement des fonds propres des entreprises, toutes tailles confondues.

En prévision d'un éventuel renchérissement du coût du crédit bancaire résultant de Bâle III, les entreprises doivent anticiper une réduction progressive des financements bancaires, dont elles sont particulièrement dépendantes. Les besoins en fonds propres des PME/ETI devraient en effet être croissants, et ont d'ailleurs été estimés à 20 milliards d'euros par an, à l'horizon 2020[31].

Dans un contexte de désintermédiation financière qui s'intensifie, les entreprises sont également appelées à diversifier davantage leurs sources de financement et à réduire leur dépendance à l'égard du crédit bancaire. Une mise en conformité avec les standards de marchés, et leurs exigences, apparaît utile.

Au-delà, l'économie française et plus particulièrement les PME en phase de croissance peuvent souffrir d'un manque structurel d'investisseurs de long terme. Pour mener à bien leurs projets de développement, les PME et les ETI recherchent ainsi des financements « patients » qui ne confinent pas leurs choix stratégiques dans une logique de rendement à court terme. Il est donc, là aussi, essentiel de trouver des alternatives aux levées de capitaux classiques, pour permettre de renforcer leurs fonds propres.

Au regard de ce qui précède, les entreprises doivent disposer de l'ensemble des outils leur permettant d'obtenir, le plus facilement et le plus rapidement possible, des capitaux auprès des investisseurs afin de soutenir leurs projets. Le développement des actions de préférence, combiné à l'optimisation de leur régime juridique tel que proposé au sein du « livret technique » en annexe, pourraient à cet égard constituer une piste d'amélioration du financement en fonds propres de l'entreprise.

[28] « La Banque centrale européenne (BCE) a annoncé, jeudi 8 juin, avoir laissé inchangés ses taux directeurs – référence pour le crédit en zone euro – à leur plus bas niveau historique depuis plus d'un an. L'institution de Francfort ne touche pas non plus à son vaste programme de rachats de dettes. » *(Le Monde, 8 juin 2017).*

[29] Audrey Stewart, co-fondatrice et directrice des opérations d'Origin Investing : « Pourtant, l'accès au crédit reste difficile pour beaucoup de PME. Les chiffres de la FBF ne prennent en compte que l'issue des dossiers de demande de crédit traités par les banques. Or beaucoup de demandes de prêts sont refusées en amont par les banquiers et ne font pas l'objet d'une demande formelle. C'est le cas pour de nombreux cas particuliers qui ne sont pas traités par les banques : demande de prêt sur des montants élevés, financement de l'immatériel (recrutement, R&D, export), prêts de longue durée (5 ans ou plus)... » (21 février 2017).

[30] Les TPE voient en effet leur accès aux crédits de « trésorerie » restreint (ces derniers ne seraient obtenus que dans 66% des cas).

[31] Paris Europlace, op. cit., p. 72.

Avis de l'expert :

Monsieur Laurent Pfeiffer, Chef d'entreprise, Président du Directoire EMOVA Groupe

« Alors que les établissements bancaires appliquent trop souvent la méthode « ceinture et bretelles » sur leurs fonds propres (poids de la réglementation), là où l'entreprise rime avec recherche et développement, là où le besoin de financement du BFR se fait cruellement sentir, là où la génération de cash flow est encore fragile, là où le dirigeant fondateur cherche à garder la main sur la gouvernance, que reste t-il comme voie de financement à explorer?

Seul le prisme d'un investissement en capital à contractualisation simple et sur mesure, à destination d'un public français ou étranger, investisseur qualifié ou non, peut constituer sans conteste un élément de souplesse indispensable à la rapidité et à la sécurisation de l'investissement ».

Une plus grande flexibilité dans la gestion des relations avec leurs actionnaires serait ainsi offerte aux entreprises. La réticence de certains entrepreneurs, s'agissant tout particulièrement de l'ouverture de leur capital à des investisseurs extérieurs, pourrait par ailleurs également trouver une solution satisfaisante à travers l'émission d'actions de préférence. Ces dernières permettent, en effet, de favoriser une convergence entre les intérêts des investisseurs et ceux des émetteurs, tout en mettant en place une relation nouvelle, mieux adaptée aux besoins respectifs de chacun.

En conclusion, les actions de préférence constituent une voie à explorer d'urgence, et cela d'autant plus qu'elle constitue une ressource susceptible de satisfaire aux besoins d'acteurs économiques divers et variés (investisseurs institutionnels, épargnants, sociétés de capital investissement, fonds d'investissement, etc.).

2. Quelques atouts entourant les actions de préférence…

➢ **Une alternative efficace au crédit bancaire**

Les actions de préférence permettent d'élargir la palette d'outils de financement à disposition des entreprises. Elles constituent, en effet, une alternative intéressante parmi d'autres (cf. notamment le *crowdfunding*[32], la bourse de Paris[33], etc.). Cependant, cet instrument apparaît trop souvent oublié par les entreprises, nonobstant ses atouts.

Une utilisation plus fréquente des actions de préférence permettrait pourtant de repenser la question de l'augmentation des fonds propres de l'entreprise. En effet, qu'il résulte d'un choix par défaut (dans l'hypothèse, par exemple, où l'entreprise rencontre une difficulté d'accès au crédit bancaire), ou au contraire d'une décision intentionnelle de gestion de l'entreprise, le recours aux capitaux propres, permis dans notre hypothèse par l'utilisation des actions de préférence, offrirait au dirigeant un moyen supplémentaire de financer les projets de l'entreprise.

En outre, ce type de financement présenterait l'avantage, non négligeable, d'augmenter la capacité d'endettement de l'entreprise et donc ses chances d'obtenir un accès facilité au crédit bancaire dans le cadre du développement de ses projets futurs. En effet, l'intérêt des capitaux propres est double. Au-delà de leur fonction première, consistant à financer l'investissement, ils servent également de garantie à destination des créanciers de l'entreprise[34].

La CCI Paris Ile-de-France considère ainsi qu'une campagne d'information relative à l'utilité des actions de préférence en matière de financement devrait être menée auprès des entreprises.

[32] « Financement participatif ».

[33] La bourse de Paris s'est récemment ouverte à un nombre croissant de PME. Elle semble ainsi retrouver un rôle important dans le financement de l'innovation.

[34] Par ailleurs, en cas de difficultés, l'entreprise qui dispose de capitaux propres importants sera avantagée par rapport à une entreprise disposant d'un fort endettement, puisqu'elle ne sera pas tenue à des échéances de remboursement extrêmement pénalisantes dans une telle situation, contrairement à cette dernière.

- **Une ouverture mesurée et maîtrisée du capital aux investisseurs**

Les actions de préférence constituent un instrument utile pour tout chef d'entreprise qui ne souhaite pas ouvrir, sans limite, son capital aux investisseurs extérieurs, notamment en raison du risque de dilution politique et/ou financier que fait peser ce type d'opération.

En effet, les actions de préférence rendent possible la création d'actions sans droit de vote ou avec un droit de vote supérieur aux actions ordinaires mais également, le cas échéant, avec des droits financiers privilégiés. La liberté accordée au dirigeant est ainsi très importante sous réserve, bien évidemment, de respecter quelques limites fondamentales (interdiction des clauses léonines, etc.).

Les actions de préférence permettent également de prévenir les effets d'une vision trop souvent court-termiste des investisseurs, grâce à la mise en œuvre de conditions de fidélité sur-mesure.

A cet égard, rappelons que les caractéristiques « vertueuses » des ETI résultent notamment, selon certains spécialistes, du *« développement de stratégies originales et patientes, à l'abri des réactions à court terme du marché boursier »* ainsi que d' *« un actionnariat stable le plus souvent familial »*[35].

Au regard de ce qui précède, le recours aux actions de préférence pourrait s'avérer d'un intérêt certain dans le cadre du développement de nos entreprises. Les sociétés familiales, qui se destinent à conserver un actionnariat stable et durable, trouveront dans leur utilisation un outil efficace susceptible de favoriser la mise en place d'une structure adaptée à leur organisation.

La CCI Paris Ile-de-France considère qu'il est important d'accroître la communication concernant les avantages offerts par les actions de préférence dans l'hypothèse, notamment, du développement des entreprises familiales.

[35] Marc Bertonèche, Professeur des Universités et enseignant à Oxford, HEC et au Collège des Ingénieurs, « l'ETI, l'Entreprise Tellement Importante », Les Echos, lundi 15 mai 2017.

- **Un déploiement des actions de préférence dans le cadre du *crowdfunding***

Mécanisme de plus en plus célèbre, au cœur de l'actualité, le financement participatif ou *crowdfunding* (financement « par la foule ») a vu son cadre juridique défini en droit français par l'Ordonnance du 30 mai 2014[36].

Désignant, en réalité, trois modes de financement sous un vocable générique commun (le don, le prêt, l'investissement), la modernité de cet outil offre des perspectives nouvelles et adaptées aux besoins de la nouvelle économie[37].

En 2016, les chiffres liés à la collecte sur les plateformes françaises de *crowdfunding* attestent d'ailleurs de l'intérêt grandissant de ce mécanisme, ainsi que, plus généralement, d'une très nette croissance de la finance alternative dans le paysage français (629 millions d'euros de fonds ont été collectés grâce à la finance alternative en France, contre 297 millions en 2015)[38].

C'est dans ces circonstances que le dispositif législatif et réglementaire du *crowdfunding* a récemment été modifié par un décret du 28 octobre 2016[39]. Celui-ci a notamment permis d'étendre la palette de titres susceptibles d'être offerts par les conseillers en investissements participatifs (CIP). Ces professionnels peuvent, désormais, proposer aux acteurs du *crowdfunding* d'utiliser des actions de préférence[40]. Or, au regard des perspectives de développement du *crowdfunding* précédemment visées, cette réforme législative est susceptible d'offrir un nouveau terrain de jeu, non négligeable et particulièrement favorable, au déploiement des actions de préférence.

Si les actions de préférence ont pu, un temps, faire l'objet d'une défiance en cette matière, tel ne semble plus être le cas aujourd'hui.

Enfin et surtout, il convient de remarquer que les actions de préférence se présentent comme étant un instrument capable de répondre aux enjeux les

[36] Ord. n° 2014-559, 30 mai 2014, p. 9075

[37] Le Gouvernement a été habilité à simplifier et sécuriser la vie des entreprises par la loi n°2014-1 du 2 janvier 2014.

[38] Financement Participatif France et KPMG, communiqué, 21 févr. 2017, La Semaine Juridique Notariale et Immobilière n°9, 3 mars 2017, act. 317.

[39] D. n°2016-1453, 28 oct. 2016 : JO 30 oct. 2016.

[40] Mais également des obligations convertibles et, sous certaines conditions, des titres participatifs.

plus contemporains. En effet, et alors qu'elles ont été introduites en droit français il y a plus de 10 ans, leur déploiement au sein d'un système alternatif de financement, né en 2014, met en lumière la richesse de l'outil ainsi que son adaptabilité aux besoins les plus récents des acteurs économiques.

A tel point que l'on peut se demander si le *crowdfunding* ne renouvelera pas, demain, l'utilisation des actions de préférence ?

La CCI Paris Ile-de-France considère qu'il est fondamental de porter à la connaissance des dirigeants d'entreprise la possibilité nouvelle d'utiliser les actions de préférence dans le cadre particulier du *crowdfunding*. Au-delà, un bilan concernant la mise en œuvre de ce dispositif pourrait opportunément être réalisé dans les années à venir, afin d'identifier les difficultés éventuelles ainsi que les pistes d'amélioration envisageables.

- **Un renforcement de la compétitivité de la France auprès des investisseurs internationaux**

L'optimisation du régime juridique des actions de préférence peut offrir aux sociétés françaises un outil se rapprochant des standards internationaux connus et appréciés des investisseurs.

En l'état actuel de la législation, le régime juridique des actions de préférence présente des particularités qui ont pour conséquence de « singulariser » cet outil juridique au regard du marché international.

Les actions de préférence de droit français comportent en effet des spécificités qui sont inconnues des investisseurs étrangers compte tenu des mécanismes de financement habituellement utilisés par ces derniers (lourdeur du processus, rémunération non garantie aux titulaires d'actions de préférence, etc.).

L'enjeu est ainsi majeur, tant pour notre système juridique et économique, que pour notre positionnement à l'international.

La CCI Paris Ile-de-France propose, notamment, de faciliter l'émission des actions de préférence à droit de vote double et de garantir leur rémunération (cf. annexe « livret technique »)[41].

[41] *Cf.* cahier technique en annexe.

B. Les actions de préférence au service du développement des *START-UP*

Paris est l'une des places montantes en Europe en matière de développement des *start-up*[42], et souhaite s'imposer en tant que leader européen[43]. Les actions de préférence pourraient, à cet égard, constituer un outil particulièrement adapté au service du développement de cette catégorie d'entreprise, tant du point de vue du financement que de l'organisation du pouvoir.

Pour mémoire, les *start-up* disposent de caractéristiques tout à fait particulières. Le fondateur détient un rôle crucial et la croissance de l'entreprise nécessite de bénéficier d'un financement externe, sans toujours pouvoir apporter de contrepartie tangible.

En d'autres termes, il s'agit de financer le développement d'une idée dont la valorisation est souvent hautement spéculative. Or, les échéances de remboursement résultant d'un éventuel recours au crédit bancaire ne sont pas vraiment adaptées à ce type d'entreprise, compte tenu notamment de l'aléa inhérent au développement de leur projet.

Aussi, la nécessité d'un financement externe semble inévitable au regard de l'absence d'autofinancement positif à l'origine de la création de l'entreprise.

Pour mémoire, *« le risque se finance avec des capitaux propres et rien d'autre »*[44].

Dans ces circonstances, la création et le développement des *start-up* rend impérative l'utilisation de capitaux propres puisque le modèle économique de l'entreprise n'est bien souvent pas précisément établi.

Or, en permettant de dissocier le rôle du fondateur de celui des investisseurs, l'utilisation des actions de préférence répond pleinement à l'objectif, fréquemment recherché par le dirigeant d'une *start-up*, de concilier maîtrise du pouvoir et apport en

[42] Emmanuel Macron a inauguré à Paris, le 29 juin 2017, *« le plus grand incubateur du monde »* (Station F). Ce projet de 250 millions d'euros financé par Xavier Niel devrait accompagner 1.000 start-up. *« Une large place est faite aux pépites internationales qui souhaitent se lancer en France, ainsi qu'aux personnes habituellement éloignées de cet écosystème (issues des quartiers défavorisés, réfugiés...) »* (Les Echos, 29 juin 2017)
[43] *Cf.* Les Echos du 14 juin 2017.
[44] Finance d'entreprise, Dalloz 2015, p. 904.

capital. Ces titres offrent, de surcroît, une souplesse appréciable à l'entrée d'investisseurs externes indépendamment de leur catégorie d'origine (*business angels*, fonds de capital risque…) et permettent ainsi, tant à l'émetteur qu'à l'investisseur, de trouver une solution adaptée à leurs besoins respectifs, dans l'intérêt commun de l'entreprise.

Une entrée « facilitée » des investisseurs extérieurs grâce aux actions de préférence pourrait d'ailleurs, à cet égard, être d'autant plus bénéfique au fondateur que l'implication effective d'investisseurs extérieurs[45] lui permettra bien souvent de bénéficier d'atouts supplémentaires (expériences pluridisciplinaires, carnet d'adresses étoffé, etc.).

II - UN LEVIER DE TRANSMISSION SUR-MESURE DE L'ENTREPRISE

« Les actions de préférence recèlent une richesse infinie dont nous n'avons probablement exploré qu'une partie à ce jour. Il n'est pas impensable que les ADP suppléent dans l'avenir le mécanisme du démembrement de propriété »[46] .

La transmission de l'entreprise est une étape essentielle pour tout entrepreneur. La réussite d'un projet de cette envergure repose largement sur l'anticipation. Or, sur ce point, les actions de préférence constituent un outil que certains chefs d'entreprise n'hésitent pas à qualifier d'« extraordinaire », tant elles apportent des solutions originales et susceptibles de répondre minutieusement aux divers schémas juridiques envisageables.

Alternative intéressante au démembrement de propriété, les actions de préférence offrent également une liberté contractuelle utile dans l'hypothèse où l'objectif recherché par le dirigeant implique la transmission « progressive » de son entreprise.

A. OFFRIR UNE LIBERTE CONTRACTUELLE UTILE ET EFFICACE PERMETTANT D'ORGANISER UNE TRANSMISSION PROGRESSIVE DE L'ENTREPRISE

Opération de longue haleine et extrêmement minutieuse (choix des garanties à donner, choix de la structure juridique à adopter, détermination de la valeur de l'entreprise transmise, etc.), la transmission d'une entreprise est une question complexe au regard du droit français. Sa structuration juridique suscite des interrogations diverses et variées.

A cet égard, les problématiques entourant cette opération dépendent, tant de la taille de l'entreprise transmise que des objectifs propres qui auront été fixés en amont par le dirigeant (crainte d'une transmission à un tiers à défaut d'accord familial, angoisse du morcellement de l'entreprise, appréhension de potentiels conflits entre les héritiers postérieurement à la transmission, etc.).

En pratique, l'objectif recherché par le dirigeant d'entreprise consistera bien souvent à transmettre la totalité de l'entreprise, fruit d'une vie de travail, à l'un de ses ayants droit ayant préalablement et explicitement manifesté son souhait de reprendre l'affaire familiale afin de la faire prospérer.

La recherche d'une solution minutieuse, destinée à ne pas léser, pour autant, les intérêts des éventuels frères et sœurs du repreneur sera alors au cœur des préoccupations du dirigeant.

De manière générale, il existe de nombreuses dispositions juridiques et fiscales permettant d'apporter des solutions adaptées. Il s'agit toutefois de ne pas se perdre au sein de ce maquis juridique.

Le droit civil et le droit des successions, par exemple, regorgent de mécanismes destinés à accompagner le dirigeant d'entreprise (donation-partage, démembrement de droits sociaux, etc.). Le droit des sociétés n'est pas en reste. L'utilisation des actions de préférence permet à cet égard, très précisément, d'offrir aux dirigeants diverses possibilités en matière de transmission familiale, compte tenu de la possibilité de dissocier les droits pécuniaires et extra-pécuniaires dans un souci de continuité des conditions d'exploitation de la société.

[45] Satisfaits d'avoir obtenu des contreparties répondant à leurs besoins propres.
[46] L. GROSCLAUDE, « Impacts et stratégies patrimoniaux de la transmission d'entreprise », Dr. et patr., 2006, 05-2006, n°148, p. 65.

Séduisant tant pour le dirigeant que pour les héritiers (qu'ils soient repreneurs ou non), l'utilisation des actions de préférence rend ainsi possible, par exemple, l'octroi d'actions à droits pécuniaires privilégiés sans droit de vote[47] aux ayants droit qui souhaiteraient simplement bénéficier du patrimoine familial sans toutefois s'investir dans la gestion de l'entreprise. De son côté, le dirigeant d'entreprise pourra, s'il le souhaite, conserver un revenu à travers le versement de dividendes privilégiés en dépit de la transmission du pouvoir aux héritiers repreneurs (ce qui se fait traditionnellement par le biais d'une stipulation d'une réserve d'usufruit) attaché à des actions de préférence sans droit de vote.
Au contraire, s'il estime préférable d'accompagner le repreneur à travers une « période transitoire », préalablement à son retrait total, le dirigeant d'entreprise pourra également privilégier la conservation de tout ou partie de ses droits politiques dans un premier temps (afin de permettre aux héritiers d'apprendre le métier tout en les accompagnant), avant de transmettre, uniquement dans un second temps, le contrôle politique de la société à ses successeurs.

L'utilisation des actions de préférence permet dès lors au dirigeant d'entreprise de moduler avec une extrême souplesse la transmission de son entreprise, en fonction de sa situation personnelle et familiale.

Cette possibilité d'organiser la transmission d'une manière progressive peut d'ailleurs s'avérer extrêmement appréciable, comme l'illustre pédagogiquement l'exemple ci-dessous reproduit[48] :

« - 1ère étape : donation d'actions de préférence sans droit de vote avec dividende privilégié (ou non) au successeur et conservation de la totalité des droits de vote pour le chef d'entreprise.

- 2ème étape : conversion des actions du successeur (dans des conditions à déterminer selon les circonstances), afin qu'elles possèdent des droits d'information privilégiés dans la société. A cette occasion, il pourrait être envisagé de donner accès au conseil d'administration, ou un pouvoir de consultation préalable. Les droits financiers pourraient également être ventilés selon les résultats de certains secteurs d'activité de la société, ou de certains paramètres, dans une politique d'incitation et d'évaluation des capacités de gestion du successeur. En bref, il s'agirait de conférer des premiers pouvoirs politiques, sans pour autant qu'ils permettent d'influencer le contrôle de l'entreprise, pendant une période donnée, de transition.

- 3ème étape : transmission effective du pouvoir et des droits de vote au(x) successeur(s). Deux conversions concomitantes auraient alors lieu : les actions du ou des successeurs seraient converties en actions de préférence avec droit de vote plein, tandis que celles du donateur en seraient désormais dénuées et ne posséderaient plus que certains droits d'information, droits de regard, consultation préalable, sur la société holding, comme sur ses filiales. Cette étape marquerait le renversement du pouvoir et serait le véritable moment de la transmission, bien que l'ancien chef de l'entreprise, conserve quelques prérogatives.

- Enfin, la 4ème étape serait celle permettant au donataire de diriger seul l'entreprise qu'il s'est vu transmettre progressivement. Pour ce faire, on pourra, soit envisager la donation des titres restants afin que le donateur se désengage totalement, soit subordonner la fin de la transition au décès de l'ancien chef d'entreprise. Les actions de préférence qu'il détenait jusqu'à cet événement seraient alors converties en actions ordinaires et transmises au successeur ».

[47] Ou avec des droits politique circonscrits destinés à permettre le contrôle des décisions susceptibles d'avoir un impact sur la valeur du patrimoine familial.
[48] T. ALLAIN, « Les actions de préférence dans les groupes de société », Thèse de doctorat, Rennes I, PUAM, 2014, §1042, p. 395.

Avis de l'expert :

Monsieur Tanguy Allain, Maître de Conférences en Droit privé à l'Université de Cergy-Pontoise

« Grâce aux actions de préférence, l'opération pourra être réalisée en combinant, autant que faire se peut, les souhaits des différentes parties en présence. Par exemple :

- *les héritiers qui souhaiteraient reprendre l'entreprise pourront bénéficier d'un pouvoir politique plus important que les autres dans l'entreprise (suppression du droit de vote attachés aux actions transmises aux autres héritiers par exemple) ;*
- *par ailleurs, et dans l'hypothèse où il existerait des héritiers ne souhaitant pas s'associer à la reprise de l'entreprise, les actions de préférence permettraient de leur attribuer des contre-pouvoirs efficaces, par exemple en prévoyant que certaines décisions de l'héritier ayant reçu le pouvoir politique au sein de l'entreprise soient conditionnées à leur accord préalable (on peut même aller jusqu'à prévoir un droit de veto ou encore un droit d'opposition, etc.).*
- *pour ne pas léser les héritiers non repreneurs, ces derniers pourront encore se voir accorder des actions, qui bien que dénuées de droit de vote, seront assorties de droits pécuniaires privilégiés. Cela permettra non seulement d'assurer une équivalence dans la valorisation des titres transmis, mais également d'apporter une solution efficace aux héritiers désireux de profiter uniquement du patrimoine transmis sans s'engager pour autant dans le travail complexe et contraignant du futur dirigeant d'entreprise. »*

B. UNE ALTERNATIVE INTERESSANTE A L'UTILISATION DU DEMEMBREMENT DE PROPRIETE DANS LE CADRE DU PACTE DUTREIL ?

Le mécanisme du Pacte Dutreil (dans son volet « transmission ») permet de bénéficier, dans certaines sociétés, d'une exonération partielle de droits de mutation à titre gratuit (droits de succession ou droits de donation), sous réserve de respecter plusieurs conditions cumulatives (engagement collectif de conservation des titres, exercice de fonctions spécifiques par les signataires, etc.).

En pratique, l'utilisation du Pacte Dutreil se combine fréquemment avec la mise en œuvre d'un démembrement de propriété des actions.

Le recours aux actions de préférence pourrait offrir des avantages supplémentaires à ceux octroyés dans l'hypothèse d'un démembrement de propriété. Ces dernières permettraient par exemple, dans ce cadre, de ne pas subir les restrictions habituelles inhérentes aux droits conférés à l'usufruitier et au nu-propriétaire (l'on pense notamment à l'application de l'article 1844 du Code civil[49]).

Par ailleurs, et pour ne prendre que ces brèves illustrations, l'on remarquera également que la réduction d'impôt de 50%, prévue à l'article 790 du CGI[50] est, quant à elle, subordonnée à une donation des parts ou actions en pleine propriété. Autrement dit, la législation exclue *de facto* la possibilité de bénéficier de ladite réduction d'impôt dans l'hypothèse d'une transmission de titres dont la propriété aurait été démembrée. Partant, et à condition de ne pas être inspiré par un but exclusivement fiscal, au risque de voir l'opération qualifiée d'abus de droit par l'administration fiscale (cf. art. L.64 du LPF), le recours aux actions de préférences devrait *a priori* permettre de bénéficier de l'application de l'article 790 du CGI. Pour cela, le

[49] L'article 1844 du Code civil dispose : *« Tout associé a le droit de participer aux décisions collectives. Les copropriétaires d'une part sociale indivise sont représentés par un mandataire unique, choisi parmi les indivisaires ou en dehors d'eux. En cas de désaccord, le mandataire sera désigné en justice à la demande du plus diligent. Si une part est grevée d'un usufruit, le droit de vote appartient au nu-propriétaire, sauf pour les décisions concernant l'affectation des bénéfices, où il est réservé à l'usufruitier. Les statuts peuvent déroger aux dispositions des deux alinéas qui précèdent ».*

[50] *L'article 790 du CGI, modifié par la loi n°2011-900 du 29 juillet 2011*, dispose : *« I.-Les donations en pleine propriété des parts ou actions d'une société ayant une activité industrielle, commerciale, artisanale, agricole ou libérale qui réunissent les conditions énumérées à l'article 787 B bénéficient sur les droits liquidés en application des articles 777 et suivants d'une réduction de 50 % lorsque le donateur est âgé de moins de soixante-dix ans.*
II.-Les donations en pleine propriété de la totalité ou d'une quote-part indivise de l'ensemble des biens meubles et immeubles, corporels ou incorporels, affectés à l'exploitation d'une entreprise individuelle ayant une activité industrielle, commerciale, artisanale, agricole ou libérale qui réunissent les conditions énumérées à l'article 787 C bénéficient sur les droits liquidés en application des articles 777 et suivants d'une réduction de 50 % lorsque le donateur est âgé de moins de soixante-dix ans ».

dirigeant devra toutefois être en mesure de motiver sa décision par des considérations juridiques spécifiques, répondant en l'espèce, aux besoins propres de sa situation personnelle et familiale (par exemple, structurer l'opération afin de lui accorder des avantages juridiques supplémentaires à ceux permis par le démembrement de propriété, etc.).

Avis de l'expert :

Madame Charlotte Genicon, Professeur de Droit privé à l'Université de Nantes

« Le recours aux actions de préférence permettrait d'obtenir certains des avantages liés au démembrement des parts ou actions - anticiper la transmission de la propriété des parts tout en conservant le pouvoir au sein de l'entreprise et une source de revenus -, tout en évitant certains de ses écueils.

Ainsi, il serait envisageable d'associer aux actions conservées par le chef d'entreprise des prérogatives particulières lui octroyant une part importante des bénéfices et la majorité des droits de vote aux assemblées. A ces actions privilégiées – dites « golden share »[51] - s'opposeraient des actions ordinaires qui seraient transmises en pleine propriété aux héritiers présomptifs du chef d'entreprise, par la voie d'une donation-partage par exemple. Le coût fiscal de la transmission serait ainsi allégé, en raison de la dépréciation subie par ces actions ordinaires appauvries de l'essentiel des droits de vote et des droit au bénéfice, de la possibilité de profiter pleinement du mécanisme Dutreil[52] et, enfin, de la possibilité de tirer profit de la réduction d'impôt de 50% de l'article 790 CGI cantonnée aux transmissions de parts sociales en pleine propriété.

Si on prend soin de prévoir que les prérogatives exorbitantes attachées aux actions de préférence s'éteignent au décès de l'entrepreneur, les héritiers repreneurs qui se sont vus transmettre au préalable la pleine propriété des actions ordinaires, retrouvent au décès des actions dotées de prérogatives normales en franchise d'impôt ».

[51] V. sur la question H. Hovasse, « Les alternatives au démembrement de propriété », JCP N 2012, 1319

[52] On évite la restriction de l'article 787 B CGI qui, en cas de cession des parts avec réserve d'usufruit, réserve le bénéfice du pacte Dutreil à l'hypothèse où les droits de l'usufruitier sont limités au vote sur la répartition des bénéfices, ce qui va à l'encontre de l'objectif recherché d'une transmission de la propriété sans le pouvoir.

III – UN LEVIER AU SERVICE D'UNE CULTURE D'ENTREPRISE INNOVANTE

Extrêmement prisés des entreprises, indépendamment de leur taille[53], les outils offrant aux salariés et mandataires sociaux un accès au capital de la société les employant sont aujourd'hui divers et variés (options de souscription ou d'achat d'actions, bons de souscriptions de parts de créateurs d'entreprise, etc.).

Apparus en France dans les années 1980, ces mécanismes incitatifs destinés à intéresser les salariés, cadres et dirigeants des entreprises, ont cependant connu de nombreuses modifications au cours des dernières années. Leur mise en œuvre pratique constitue d'ailleurs, aujourd'hui, l'une des préoccupations majeures du dirigeant d'entreprise.

Dans ce contexte, les actions de préférence permettent la mise en place d'un mécanisme qui présente de nombreux avantages, tout particulièrement lorsqu'elles s'articulent, par exemple, avec le dispositif d'attribution gratuite d'actions.

La CCI Paris Ile-de-France souhaite ainsi attirer l'attention des dirigeants d'entreprise sur ces atouts.

En effet, la flexibilité du mécanisme permet de laisser place à l'imagination du chef d'entreprise, ce qui apparaît particulièrement séduisant et appréciable à l'heure où la nécessité d'attirer les talents, et de s'assurer de leur fidélité, demeure plus que jamais un sujet majeur pour renforcer la compétitivité de l'entreprise.

Précisément, les actions de préférence permettront au dirigeant d'entreprise, notamment de moduler très précisément les droits et avantages qu'il souhaite accorder à ses salariés (absence de droit de vote, limitation des dividendes perçus, indice de performance, etc.), et ainsi, par exemple, d'ajouter des objectifs financiers supplémentaires au-delà de la seule condition de présence pour obtenir des actions. A cet égard, l'exemple développé par MM. Jean-Louis Medus et Gonzague Chaussois permet de comprendre les atouts d'un tel instrument: *« On peut imaginer le cas d'une société souhaitant offrir des actions à ses salariés uniquement dans le cas d'une progression significative de la valeur dans les*

[53] Grandes entreprises, ETI, PME, TPE.

10 prochaines années. Un mécanisme d'AGADP (Attribution gratuite d'actions de préférence) permettrait de répondre à cette contrainte. Les actions émises pourraient comporter un droit limité au dividende, une absence ou quasi absence de droit de vote, ainsi qu'une conversion en actions ordinaires conditionnée à l'atteinte de critères de valeur actionnariale » [54].

Avis de l'expert :

Monsieur Laurent Pfeiffer, Chef d'entreprise, Président du Directoire EMOVA Groupe

« La reconnaissance au travail est bien souvent une attente, trop souvent mal exprimée. Certes le lien au salaire est important mais il ne suffit plus car trop fragile. Les actions de préférence sont un outil particulièrement performant pour fidéliser les collaborateurs qui font la réussite d'aujourd'hui et seront acteurs dans la construction de celle de demain. Elles permettent de faire monter les collaborateurs au capital de l'entreprise de façon intelligente. Compte tenu de la grande liberté dont on dispose pour créer les droits particuliers aux actions de préférence, il est en effet possible d'offrir des droits financiers, politiques ou d'information à certains collaborateurs à raison du rôle qu'ils jouent dans l'entreprise. Cela peut être une façon de les rémunérer à l'aide d'outils et de critères spécifiques (de performance, par exemple), ou encore de les associer à certaines décisions stratégiques, mais également de leur donner un droit de regard sur certains aspects de la gestion, etc. En définitive, il s'agit d'un véritable facteur de réussite pour l'entreprise, a fortiori à l'heure des concepts les plus modernes qui prennent doucement une place de choix dans l'entreprise, tels celui d'entreprise libérée ! »

[54] Décembre 2016, Analyse financière n°61.

Conclusion du livret politique

Les actions de préférence constituent une formidable opportunité pour les entreprises, en ce qu'elles permettent de repenser la logique des fonds propres, d'atténuer les craintes de dilution en dissociant la détention du capital et du pouvoir, de s'adapter aux enjeux de transmission de l'entreprise et d'offrir les clés d'une culture d'entreprise innovante.

A cet égard, il ne s'agit pas simplement de défendre l'utilisation d'un instrument technique, mais de promouvoir une nouvelle approche du développement de l'entreprise.

La mise en œuvre satisfaisante de cet outil juridique implique, par ailleurs, d'être ambitieux et d'aller au bout de la logique initialement mise en œuvre par le législateur en 2004. Cela suppose de lever les verrous actuels, lesquels atténuent l'efficacité des actions de préférence, y compris ceux qui touchent à nos habitudes les plus anciennes.

Les instruments flexibles apportent en effet des atouts considérables, appréciés des praticiens. L'intérêt de ces derniers à l'égard d'instruments susceptibles d'offrir la souplesse nécessaire à une utilisation « personnalisée » est grandissant. Pour s'en convaincre, il suffit de songer aux dernières statistiques entourant l'utilisation de la SAS en droit français[55]. Plus de la moitié des sociétés nouvellement créées en 2016 sont des SAS, confirmant ainsi l'attractivité de cette forme sociale, qui devient, pour la première fois, majoritaire parmi les créations de sociétés[56].

Autrement dit, il convient de faire des actions de préférence un instrument ouvert et contractuel, permettant de répondre aux besoins respectifs des investisseurs et des entreprises, et donc, à l'intérêt général de l'entreprise.

Dans ces circonstances, la CCI Paris Ile-de-France constate que de nombreux leviers destinés à améliorer le régime juridique des actions de préférence demeurent inexploités. Elle souhaite renouveler, appuyer et compléter, dans un contexte rénové, certaines propositions en insistant sur les objectifs restant à atteindre.

Les réformes proposées seraient ainsi organisées autour de trois axes :

- **Faciliter l'émission d'actions de préférence à droit de vote double et garantir la rémunération des actions de préférence (Objectifs 1 et 2) ;**
- **Optimiser les actions de préférence afin de répondre à la souplesse inhérente à la SAS (Objectif 3) ;**
- **Ajuster techniquement le régime juridique :**
  - ✓ **Clarifier les règles relatives au droit préférentiel de souscription attaché aux actions de préférence (Objectif 4) ;**
  - ✓ **Simplifier l'émission d'actions de préférence en clarifiant le champ d'application de la procédure des avantages particuliers (Objectif 5) ;**
  - ✓ **Faciliter la gestion du capital en présence de porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital (Objectif 6).**

Ces objectifs sont développés au sein d'un « livret technique » situé en annexe de la présente étude (*« Simplifier le régime juridique des actions de préférence : plusieurs objectifs à atteindre»*).

[55] Selon l'Insee, les SAS représentent 56 % des créations de sociétés en 2016, après 48 % en 2015, 39 % en 2014 et 30 % en 2013. Cette hausse est principalement due aux SAS à associé unique ou unipersonnelles (33 % des sociétés nouvellement créées en 2016, après 27 % en 2015 et 20 % en 2014), https://www.insee.fr/fr/statistiques/2562977#tableau-Figure1.

[56] https://www.insee.fr/fr/statistiques/2562977#tableau-Figure1.

LIVRET TECHNIQUE : OPTIMISER LES ACTIONS DE PREFERENCE
Simplifier le regime juridique des actions de preference en insistant sur plusieurs objectifs a atteindre

La CCI Paris Ile-de-France constate que de nombreux leviers techniques destinés à améliorer le régime juridique des actions de préférence demeurent inexploités. Elle souhaite ainsi renouveler, appuyer et compléter, dans un contexte rénové, certaines propositions déjà émises en 2013[57], en insistant sur les objectifs restant à atteindre.

A - DEUX OBJECTIFS PRINCIPAUX : FACILITER L'EMISSION D'ACTIONS DE PREFERENCE A DROIT DE VOTE DOUBLE ET GARANTIR LA REMUNERATION DES ACTIONS DE PREFERENCE

OBJECTIF 1 : Faciliter le financement à long terme en assouplissant l'émission d'actions de préférence à droit de vote double

Pour l'heure, les actions de préférence permettent d'offrir un droit de vote double, uniquement dans les mêmes conditions[58] que les actions ordinaires. Autrement dit, alors que des aménagements seraient appréciés en pratique, la législation actuelle autorise uniquement la création d'un droit de vote double dans les conditions de l'article L. 225-123 du Code de commerce, c'est-à-dire sous la condition, notamment, d'une inscription nominative des titres depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire.

L'efficacité de l'espace de liberté qui fut ouvert aux praticiens par l'introduction d'un mécanisme permettant l'aménagement du droit de vote – grande originalité issue de l'ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004 – est ainsi mise à mal par le renvoi opéré par l'article L. 228-11 du Code de commerce, aux articles L. 225-122 à L. 225-125 du même Code (lesquels forment le « droit commun » du droit de vote double et de la limitation des voix des actionnaires).

Contrairement aux attentes des entreprises, le régime juridique des actions de préférence est ainsi modélisé selon un schéma similaire à celui utilisé pour les actions ordinaires (alors même que les actions de préférence ne sont pas des actions ordinaires…), entrainant par ailleurs l'impossibilité de créer un droit de vote multiple sous couvert d'actions de préférence.

La crainte d'être diluée, souvent avouée par les fondateurs, pourrait être atténuée en garantissant l'octroi de pouvoirs politiques forts à ces derniers, nonobstant l'intégration de nouveaux investisseurs dans le capital. Cela permettrait, par ailleurs, d'éviter aux (trop nombreuses) sociétés de restreindre l'accès à leur capital *(en négociant avec les nouveaux investisseurs l'apport d'une somme limitée pour leur participation tout en prévoyant un mécanisme par un versement en compte courant, par exemple).*

Contraire aux besoins des entreprises, le cadre juridique précité mériterait dès lors d'être modifié.

Ainsi, il apparaît opportun de déroger, dans le cas particulier d'une émission d'actions de préférence, aux conditions prévues par l'article L. 225-123 du Code de commerce ci-dessus visé, lequel fait état d'exigences de droit commun (par soustraction du régime des actions de préférence aux conditions prévues[59] pour l'attribution du droit de vote double[60]). Cette dérogation serait à tout le moins nécessaire s'agissant des sociétés non cotées[61].

Le cas échéant, l'utilisation d'actions de préférence à droit de vote multiples, là encore pour les sociétés non cotées, mériterait également d'être envisagée[62].

OBJECTIF 2 : Garantir la rémunération des actions de préférence à l'instar d'autres droits étrangers

Au-delà des droits politiques, l'utilisation des actions de préférence peut également permettre d'octroyer

[57] Cf. rapport Hanus, précité.
[58] C'est-à-dire automatiquement, en cas d'inscription nominative depuis au moins deux ans au nom du même actionnaire.

[59] C. com., art. L. 225-123.
[60] Pour obtenir davantage de précisions, v. proposition n° 7 du rapport Hanus précité.
[61] La problématique relative aux sociétés cotées doit relever ici d'une réflexion complémentaire compte tenu notamment de la logique inhérente à la loi Florange.
[62] Rappel : les SAS peuvent déjà créer des actions à droit de vote multiple.

des avantages pécuniaires intéressants. A cet égard, si les possibilités apparaissent multiples (dividende prioritaire, préciputaire, cumulatif, forfaitaire, garanti, variable, actions reflet, etc.), elles sont limitées par des règles impératives visées au sein des articles L. 232-12 et L. 232-15 du Code de commerce[63].

L'impossibilité pour les entreprises de garantir le versement d'un rendement régulier aux porteurs d'actions de préférence pourrait toutefois constituer l'un des éléments essentiels expliquant la frilosité des entreprises s'agissant de l'utilisation des actions de préférence en tant que véritable outil de financement en fonds propres.

La souscription de titres de capital auxquels sont attachés des dividendes susceptibles d'être versés par décision du conseil d'administration, sous réserve de l'existence d'un bénéfice distribuable, est pourtant bien connue des investisseurs de nombreux systèmes juridiques voisins, notamment anglo-saxon.

A cet égard, notre différence française ne favorise guère l'attractivité de notre législation, et donc de notre pays.

La décision de l'assemblée générale constituant le préalable indispensable et nécessaire au paiement du dividende convenu dans le contrat d'émission, ce dernier peut apparaître aléatoire et soumis au bon vouloir des actionnaires, y compris dans l'hypothèse où il existerait un bénéfice distribuable susceptible de permettre le versement d'un dividende aux titulaires d'actions de préférence.

Les tentatives mises en œuvre par les praticiens afin de remédier à cette situation n'ayant pas apporté l'efficacité escomptée[64], il conviendrait de permettre aux statuts de prévoir, après approbation des comptes par l'assemblée générale, de verser un dividende réservé à certains actionnaires sans attendre la décision de la prochaine assemblée sur l'affectation des sommes distribuables[65]. Il n'en résulterait, ni une modification de la nature juridique du versement, qui resterait bien un dividende[66], ni une modification de la nature des titres, qui conserveraient leur qualité d'actions[67].

Cette proposition s'accommoderait par ailleurs, *a priori,* avec les pratiques financières internationales, notamment anglo-saxonnes, au sein desquels le dividende octroyé prioritairement aux porteurs de *preferred shares* émises aux Etats-Unis ou au Royaume-Uni peut être distribué par le conseil d'administration, sous la seule réserve qu'il existe un résultat distribuable.

Elle permettrait, par suite, d'attirer des investisseurs étrangers familiers et rassurés par ce type de mécanisme.

La CCI Paris Ile-de-France propose ainsi de permettre aux statuts d'autoriser le conseil d'administration, après approbation des comptes et constatation d'un résultat distribuable par l'assemblée générale, de décider du versement d'un dividende réservé à certains actionnaires sans attendre la décision de la prochaine assemblée sur l'affectation des sommes distribuables[68] .

[63] Le premier subordonne la distribution de dividendes à la constatation préalable par l'assemblée générale de l'existence de sommes distribuables. Le second interdit de stipuler un intérêt fixe ou intercalaire au profit des associés.

[64] D. MARTIN, O. SABA, C. FALLET, « Pistes de réflexion pour une réforme du régime des actions de préférence », JCP E, n°38, 23 sept. 2010, p. 1821, spéc. n°46 : insérer dans les statuts une obligation pour la société émettrice de prélever sur le bénéfice distribuable le dividende réservé aux actionnaires et de procéder à sa mise en distribution. Le solde est ensuite affecté en réserves ou mis en distribution. Ce montage revêt toutefois une force juridique trop faible pour assurer la sécurité du paiement : ne s'agissant pas d'une disposition impérative au sens de l'article L. 235-1 du Code de commerce, le non-respect de cette obligation statutaire par l'assemblée générale ne serait pas sanctionnée par la nullité.

[65] Cette évolution pourrait être analysée comme une exception supplémentaire à celles d'ores et déjà visées par l'alinéa 1er de l'article L. 232-12 du Code de commerce (procédure de distribution des acomptes sur dividendes).

[66] Son régime fiscal devrait donc être inchangé.

[67] Il n'y a pas lieu d'y voir une transformation en titres de créance, prohibée par l'article L. 228-91 al. 5 du Code de commerce. Ce texte dispose que « Les titres de capital ne peuvent être convertis ou transformés en valeurs mobilières représentatives de créances. Toute clause contraire est réputée non écrite ». Or, la possibilité d'attacher aux actions de préférence un droit au dividende dont le versement ne serait pas subordonné à la décision de distribution de l'assemblée générale n'entraîne en aucune mesure une « transformation » ou une « conversion », entendues comme des opérations juridiques particulières.

[68] Pour obtenir davantage de précisions, v. proposition n° 8 du rapport Hanus précité.

B – UN OBJECTIF PARTICULIER POUR LES SAS : OPTIMISER LES ACTIONS DE PREFERENCE POUR REPONDRE À LA SOUPLESSE DE CETTE FORME SOCIALE

OBJECTIF 3 : Permettre aux SAS d'exploiter tout le potentiel des actions de préférence sans porter atteinte à la liberté contractuelle qui caractérise cette forme sociale

L'article L. 228-11 du Code de commerce, qui offre aux SA, SCA et SAS la possibilité d'émettre des actions de préférence, opère un renvoi explicite aux articles L. 225-122 à L. 225-125 du même Code.

Il en résulte que l'émission d'actions de préférence par une SAS doit être réalisée, entre autres, dans le respect du principe de « proportionnalité » bien connu des praticiens du droit des sociétés. Or, ce renvoi restreint considérablement la liberté contractuelle inhérente à la création et à l'esprit entourant le régime juridique ayant façonné la SAS depuis sa création. Dans ces circonstances, une telle restriction ne semble pas trouver sa place au sein de la SAS, dont le régime est dicté par la liberté statutaire et la souplesse.

Aussi, les SAS disposant de la possibilité d'émettre des actions ordinaires comportant des droits exorbitants du droit commun, il n'est pas étonnant de constater un désintérêt pour le régime juridique des actions de préférence, lequel confère en l'état actuel de notre droit, des contraintes supplémentaires auxquelles la SAS n'est pas soumise ordinairement[69].

En d'autres termes, et de manière très paradoxale, les SAS qui souhaiteraient créer des actions de préférence voient leur liberté contractuelle sérieusement entamée, et leur utilité sensiblement limitée[70]. Au demeurant, il n'était pas dans la volonté des rédacteurs de l'ordonnance du 24 juin 2004 de «*couler d'autorité les actions à droit de vote plural dans le moule des actions de préférence* (…) *mais bien, dans un esprit libéral, de promouvoir une liberté nouvelle venant s'ajouter à celle existant déjà*»[71].

Aussi, afin d'atteindre ces objectifs et de permettre aux SAS de disposer d'un recours aux actions de préférence sans subir l'application du principe de proportionnalité, la CCI Paris Ile-de-France propose de modifier la rédaction de l'article L. 228-11, soit en supprimant le renvoi aux articles L. 225-122 à L. 225-125 de façon générale, soit en précisant que ces dispositions ne sont pas applicables aux actions de préférence émises par une SAS[72].

C – QUELQUES OBJECTIFS PLUS « SPECIFIQUES » : AJUSTER TECHNIQUEMENT LE REGIME JURIDIQUE DES ACTIONS DE PREFERENCE

La mise en œuvre complète d'une réforme appelle des ajustements spécifiques. Ces derniers concernent, notamment, la clarification du champ d'application de la procédure des avantages particuliers, la mise en œuvre d'une gestion du capital facilité en présence de porteur de valeurs mobilières donnant accès au capital, ainsi qu'une clarification des règles relatives au droit préférentiel de souscription attaché aux actions de préférence.

OBJECTIF 4 : Clarifier les règles relatives au droit préférentiel de souscription attaché aux actions de préférence

Le droit préférentiel de souscription offre la possibilité, à chaque actionnaire, de souscrire aux actions émises pour la réalisation de toute augmentation de capital en numéraire, à proportion de sa part dans le capital social. Ce mécanisme est prévu à l'article L. 225-132 du Code de commerce.

D'ordre public et destinée à protéger les actionnaires contre les effets dilutifs d'une opération capitalistique, cette mesure s'applique aujourd'hui, sans aucune distinction, aux actions ordinaires comme aux actions de préférence. Or, l'examen de la pratique établit que le droit préférentiel de souscription n'est peut-être pas nécessairement justifié dans certaines hypothèses, par exemple, lorsque les actions sont souscrites par des investisseurs, bailleurs de fonds, totalement

[69] C. com., art. L. 228-11 al. 3.

[70] Il serait d'ailleurs d'autant plus judicieux de rendre les actions de préférence plus attractives pour les SAS, dans la mesure où l'existence de dispositions expresses pour les techniques de conversion, de rachat, de subrogation des droits en cas de fusion, pour supprimer le droit de vote, ou encore pour attribuer des actions à des personnes nommément désignées, apportent un cadre sécurisant pour les praticiens.

[71] H. LE NABASQUE et alii, « Les actions de préférence », Actes prat. ing. sociétaire, nov.-déc. 2012, p. 16, spéc. n°43.

[72] Pour obtenir davantage de précisions, v. proposition n° 9 du rapport Hanus précité.

indifférents aux évolutions du capital et à la faculté qu'ils pourraient avoir de souscrire ultérieurement à de nouvelles actions (en particulier lorsque leurs titres leur garantissent un rendement régulier, répondant à leurs besoins).

Théoriquement, aucune règle ne semble obliger ces porteurs à utiliser le droit préférentiel de souscription à chaque nouvelle augmentation de capital. Cela pourrait laisser penser que le maintien du droit préférentiel de souscription n'est *a priori* pas problématique pour ces derniers.

En réalité, la difficulté résulte de l'hypothèse, plus technique, au sein de laquelle la société souhaiterait réaliser une augmentation de capital réservée à un investisseur en particulier. Dans ce cas, la société devrait en effet supprimer le droit préférentiel de souscription attaché à toutes les actions existantes, préalablement à l'opération, dans le cadre d'une assemblée générale extraordinaire[73]. Or, n'ayant précisément pas l'intention d'exercer leur droit préférentiel de souscription, les investisseurs bailleurs de fonds ne semblent pas prompts à se présenter aux assemblées générales extraordinaires ci-dessus visées afin de voter la suppression du droit préférentiel de souscription. Par voie de conséquence, un tel comportement pourrait entraîner un blocage au sein de la prise de décision. La société devra alors convaincre ces investisseurs de la nécessité de participer au vote lors de l'assemblée générale extraordinaire.

Certes, le législateur a tenu compte de cette difficulté dans le cadre du dernier alinéa de l'article L. 228-11 du Code de commerce, lequel autorise la suppression du droit préférentiel de souscription pour toute augmentation de capital en numéraire, pour 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, sous réserve de stipulations contraires des statuts[74]. Mais, force est de constater que le législateur n'a résolu que partiellement la difficulté.

En effet, cette avancée incontestable n'a pas permis de transposer de manière extrêmement satisfaisante la 2ème directive en droit des sociétés[75], laquelle prévoit, sans équivoque, que les Etats membres peuvent ne pas appliquer le droit préférentiel de souscription aux actions auxquelles est attaché un droit limité de participation aux distributions et/ou au partage du patrimoine social en cas de liquidation (cf. article 33§2 a de la 2ème directive). En d'autres termes, la 2ème directive n'impose, quant à elle, aucune condition concernant l'absence de droit de vote des actions auxquelles l'on envisage de supprimer le droit préférentiel de souscription.

Le choix opéré par le législateur français lors de la transposition apparaît d'autant plus regrettable qu'en pratique, les actions émises au profit d'investisseurs bailleurs de fonds ayant souscrit des actions de préférence, souhaitent conserver le droit de vote, au moins de façon contingente[76]. Ils voient alors leurs actions affublées d'un droit préférentiel de souscription sans intérêt pour eux, les contraignant à se présenter en assemblée générale pour le supprimer lorsqu'une augmentation de capital réservée est prévue.

Au regard de ce qui précède, il serait donc opportun d'en revenir à une rédaction plus orthodoxe, s'en tenant aux critères posés par la Directive, ce qui s'inscrirait d'ailleurs parfaitement dans la pratique contemporaine, au nom de la compétitivité de nos normes. En tout état de cause, cette suppression du droit préférentiel de souscription resterait, comme aujourd'hui, une règle supplétive de volonté, ce qui aurait pour conséquence de permettre aux investisseurs attachés au DPS, de continuer à négocier leur maintien dans les statuts de la société émettrice[77].

A défaut, si le législateur ne souhaite pas s'engager dans cette voie, une alternative, suggérée directement par la 2ème directive elle-même, reste

[73] Art. L. 225-138 C. com.

[74] Ces critères étant censés être les indices que les titres sont souscrits par des investisseurs bailleurs de fonds.

[75] Directive 2012/30/UE du Parlement européen et du Conseil du 25 octobre 2012 tendant à coordonner, pour les rendre équivalentes, les garanties qui sont exigées dans les États membres des sociétés au sens de l'article 54, deuxième alinéa, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, en vue de la protection des intérêts tant des associés que des tiers, en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE.

[76] C'est-à-dire que le droit de vote est en principe supprimé, mais qu'il peut être récupéré si certaines conditions sont réunies (par exemple à défaut de dividendes pendant une période donnée).

[77] Pour obtenir davantage de précisions, v. proposition n° 10 du rapport Hanus précité.

envisageable. En effet, le b) du paragraphe 2 de l'article 33 permet d'orienter le droit préférentiel de souscription attaché aux actions de préférence dotées de droit financiers limités, plutôt que de le supprimer. Ce faisant, l'exercice du droit préférentiel de souscription attaché aux actions de préférence ne pourrait s'exercer que pour souscrire à des titres conférant des droits identiques.[78]

OBJECTIF 5 : Simplifier l'émission d'actions de préférence en clarifiant le champ d'application de la procédure des avantages particuliers

En l'état actuel du droit français, l'article L. 228-15 alinéa 1er du Code de commerce dispose que *« La création de ces actions [de préférence] donne lieu à l'application des articles L. 225-8, L. 225-14, L. 225-147 et L. 225-148 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 ».*

Compte tenu de l'esprit général de la législation, le texte précité contient *a priori* une malfaçon rédactionnelle. En effet, tout porte à croire que la rédaction est maladroite puisqu'il s'évince de ce qui précède que la procédure des avantages particuliers serait applicable aux seuls « actionnaires » existants. Autrement dit, la lettre du texte semble avoir pour conséquence d'écarter, par principe, l'application de la procédure des avantages particuliers dans l'hypothèse où l'émission serait réalisée au profit de personnes qui ne seraient pas encore actionnaires, fussent-elles nommément désignées.

Cela n'apparaît pas conforme à l'esprit de la loi. Le risque de rupture d'égalité étant également présent dans cette dernière hypothèse, l'application d'une procédure créée pour prévenir une telle inégalité, à savoir la procédure aux avantages particuliers, devrait donc également être mise en œuvre. A cet égard, il résulte d'ailleurs de l'aveu même du Ministère de la justice[79], que le texte vise toute personne (actionnaire ou non) bénéficiant personnellement d'une émission d'actions de préférence. Autrement dit, le mécanisme a pour objectif de couvrir un risque de rupture d'égalité entre les actionnaires existants et les nouveaux porteurs d'actions de préférence.

Au regard de ce qui précède, il apparaît plus que souhaitable de remplacer l'expression « un ou plusieurs actionnaires nommément désignés » par les mots « une ou plusieurs personnes, associées ou non, nommément désignées » [80]. Cela permettrait de conforter l'interprétation à retenir, et donc de sécuriser les opérations envisagées.

OBJECTIF 6 : Faciliter la gestion du capital en présence de porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital

Pour répondre à cet objectif, la CCI Paris Ile-de-France avait initialement présenté deux propositions. La première d'entre elles, touchant à la rédaction du deuxième alinéa de l'article L. 228-98 , a été suivie d'effets et étendue. Il n'y a donc pas lieu d'y revenir. En revanche, **le troisième alinéa** du même texte a été maintenu alors qu'il fait écho au deuxième alinéa, et nuit à la lisibilité de ce texte.

La CCI Paris Ile-de-France rappelle donc la nécessité de supprimer l'alinéa 3 de l'article L. 228-98[81], afin de ne pas avoir à solliciter l'autorisation de la masse des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital lorsque les actions de préférence à émettre ne modifient pas la répartition du bénéfice, ni n'entraînent un amortissement du capital.

***

[78] En sélectionnant cette option, les difficultés évoquées ci-dessus pourraient être évitées puisque le droit préférentiel de souscription attaché aux actions souscrites par les investisseurs bailleurs de fonds ne pourrait conférer qu'une possibilité de souscrire des titres appartenant à la même catégorie. Il suffirait alors aux sociétés souhaitant solliciter de nouveaux investisseurs, de réaliser leur augmentation de capital en créant à chaque fois une nouvelle catégorie de titres de capital pour éviter de déclencher le droit préférentiel de souscription attaché aux actions préexistantes (pour obtenir davantage de précisions, v. proposition n°11 du rapport précité).

[79] Réponse Ministérielle GROSSKOST, n° 43987, JOAN Q, 24 août 2004, p. 6685 ; Réponse Ministérielle ADNOT, n° 13315, JO Sénat, 19 mai 2005, p. 1441.

[80] Pour obtenir davantage de précisions, v. proposition n° 2 du rapport Hanus précité.

[81] Pour obtenir davantage de précisions, v. proposition n° 6 du rapport Hanus précité.

Registre de transparence de l'Union européenne N° 93699614732-82	Chambre de commerce et d'industrie de région Paris Ile-de-France 27, avenue de Friedland F - 75382 Paris Cedex 8 www.cci-paris-idf.fr/etudes	Contact expert(s) Françoise Arnaud-Faraut Tél. : +33 1 55 65 75 92 farnaudfaraut@cci-paris-idf.fr Jérémy Consalvo Tél. : +33 1 55 65 75 83 jconsalvo@cci-paris-idf.fr	Contact presse Isabelle de Battisti tél. : +33 1 55 65 70 65 idebatisti@cci-paris-idf.fr
Suivez-nous sur Twitter : @CCIParisIdF_Vox			

Directeur de la publication : Etienne GUYOT
CCI Paris Ile-de-France
27 avenue de Friedland - 75382 Paris cedex 08
Rapports consultables ou téléchargeables sur le site :
www.cci-paris-idf.fr/etudes
@CCIParisIdF_Vox
ISSN : 0995-4457 – Gratuit