

## Sociétés

**[Textes] Loi «PACTE» : libéralisation des règles applicables aux actions et au capital**

N° Lexbase : Ng096BX8



par Gabriel Flandin, Avocat à la Cour, Willkie Farr &amp; Gallagher LLP et Hugo Nocerino, Avocat à la Cour, Willkie Farr &amp; Gallagher LLP

Réf.:Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019, relative à la croissance et la transformation des entreprises ([N° Lexbase : L3415LQK](#))

Alors que la proposition de loi de simplification, de clarification et d'actualisation du droit des sociétés initialement déposée devant le Sénat en 2014 est encore en cours de discussion, la loi relative à la croissance et la transformation des entreprises [\[1\]](#) (la loi «PACTE») a d'ores et déjà procédé à une modification des textes du Code monétaire et financier et du Code de commerce régissant les actions et les actionnaires, y compris dans des domaines proches de ceux traités dans la proposition de loi susvisée.

Conformément à ses objectifs, la loi «PACTE» prévoit des mesures qui avaient été demandées par les praticiens et la doctrine de nature à favoriser l'attractivité de la place de Paris et du droit des sociétés français. Anticipant peut-être l'habilitation à prendre des mesures par ordonnance contenue dans son article 75 en vue de «regrouper, au sein d'une division spécifique, les dispositions du code de commerce propres aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation», elle adopte une approche distributive entre les sociétés cotées [\[2\]](#) et non cotées qui semble discutable. Respectant cette distribution, nous nous intéresseront à l'abaissement du seuil des opérations de retrait dans les sociétés cotées **(1)** avant d'analyser les nouvelles règles régissant les actions de préférence dans les sociétés non cotées **(2)** et d'évoquer les nouvelles modalités de détermination des plafonds d'attribution gratuite d'actions applicables sans distinction aux sociétés cotées et non cotées **(3)**.

**1. Abaissement du seuil des opérations de retrait dans les sociétés cotées**

L'article 75 de la loi «PACTE» prévoit une nouvelle rédaction de l'article L. 433-4 du Code monétaire et financier ([N° Lexbase : L2309INT](#)) dans un objectif de lisibilité tout en modifiant un paramètre essentiel de cet article relatif aux seuils permettant la mise en œuvre d'une opération de retrait.

La mise en œuvre d'une offre de retrait ou la demande d'une telle offre par les minoritaires intervient dorénavant dès lors que les actionnaires majoritaires détiennent, seuls ou de concert, 90 % du capital ou des droits de vote. La possibilité d'initier un retrait obligatoire par les actionnaires majoritaires à l'issue de toute offre publique suppose que les minoritaires ne représentent pas plus de 10 % du capital et des droits de vote, impliquant que les actionnaires majoritaires doivent détenir au moins 90 % du capital et des droits de vote, de façon dorénavant conforme à la rédaction de la Directive «OPA» [\[3\]](#), cette dernière autorisant toute valeur entre 90 % et 95 %, exprimée à la fois en capital et en droits de vote.

Lors de la transposition de cette Directive, le législateur français avait décidé de conserver le seuil de 95 % qui était alors en vigueur en droit français. Le seuil de 90 % correspond à celui maintenant retenu par la majorité des Etats de l'Union européenne [\[4\]](#) et se retrouve également dans de nombreux autres pays [\[5\]](#).

Cette modification sera de nature à faciliter les opérations de fusions-acquisitions portant sur des sociétés dont les actions sont

admissibles aux négociations sur un marché réglementé ou sur un marché ne constituant pas un marché réglementé lorsque ledit marché en a fait la demande (Euronext Growth), dans la mesure où elle est va fortement renchérir le coût de blocage des opérations de retrait de la cote par des actionnaires minoritaires (devenus le cas échéant actionnaires avec ce seul dessein).

Il convient de noter que le marché français présentera encore pour les acquéreurs potentiels, et en particulier pour les acquéreurs américains, une difficulté d'appréhension en ce qu'il ne permet pas de réaliser des opérations dites «tout ou rien» sur les sociétés cotées. En effet, la quasi-impossibilité de fixer un seuil de succès d'une offre publique au-delà de deux tiers du capital et/ou des droits de vote au regard de la pratique décisionnelle de l'Autorité des marchés financiers, couplée à un seuil de retrait obligatoire de 90 % se traduit par le risque pour un acquéreur de demeurer actionnaire majoritaire d'une société qu'il ne parviendrait pas à retirer de la cote. Cette situation est quasi-inconnue du marché américain où les opérations se font généralement par fusion triangulaire dans lesquelles il est possible d'exclure tous les actionnaires dès lors que la décision de fusion a été adoptée à la majorité requise. Cette situation crée une asymétrie entre les acquéreurs dont les titres sont eux-mêmes cotés qui seront en mesure de réaliser une fusion avec la cible à l'issue de l'offre publique sans contraintes nouvelles et les acquéreurs non cotés qui devront accepter de le devenir s'ils souhaitent réaliser une telle fusion.

L'abaissement du seuil de retrait obligatoire de 95 % à 90 % réduit néanmoins ce risque et cette asymétrie sans pour autant les supprimer. De façon corrélative, l'abaissement du seuil de demande de retrait limitera le risque des actionnaires minoritaires de demeurer prisonniers d'une société dont le volume de flottant n'est plus suffisant pour assurer leur liquidité.

## 2. Nouvelles règles régissant les actions de préférence dans les sociétés non-cotées

La loi «PACTE» autorise l'émission d'actions à droit de vote multiple dans toutes les formes de société par actions (2.1.) ainsi que la création d'actions de préférence rachetables à la demande de l'actionnaire (2.2.).

Elle élargit également les cas légaux de suppression du droit préférentiel de souscription à toutes les actions de préférence auxquelles est attaché un droit limité de participation aux dividendes, qu'elles soient ou non privées de droit de vote [6].

### 2.1. Droit de vote multiple dans toutes les sociétés par actions

Le droit de vote demeure une prérogative essentielle de l'actionnaire, qui ne peut en être privé que par une disposition légale expresse (prévues notamment en matière de conventions réglementées, apports en nature, suppression du droit préférentiel de souscription, auto-contrôle). La loi [7] organisait dans ce cadre les modalités selon lesquelles la *préférence* d'actions de préférence pouvait consister en la suppression de ce droit. En revanche, elle ne réglementait pas la notion de droit de vote multiple autrement qu'en indiquant que les droits attachés aux actions de préférence étaient «*définis par les statuts dans le respect des dispositions des articles L. 225-10 (N° Lexbase : L5881AIN) et L. 225-122 (N° Lexbase : L5993AIS) à L. 225-125*».

La doctrine et la pratique s'accordaient pour considérer que cette limite impliquait que les actions de préférence émises par les sociétés anonymes (et de façon corrélative les sociétés en commandite par actions) devaient respecter le principe de proportionnalité du droit de vote de l'article L. 225-122 du Code de commerce et que les seules exceptions à ce principe étaient celles disposées aux articles L. 225-123 (N° Lexbase : L9613I73) à L. 225-126 du Code de commerce [8].

Concernant les sociétés par actions simplifiées, la doctrine et la pratique considéraient que les limites disposées aux articles L. 225-122 à L. 225-126 du Code de commerce auxquels renvoie l'article L. 228-11 du Code de commerce (N° Lexbase : L2412IBX *i.e.*, la règle de proportionnalité du droit de vote et ses exceptions) ne s'appliquaient pas à cette forme sociale, dans la mesure où ces articles sont exclus expressément par le renvoi de l'article L. 227-1 du Code de commerce (N° Lexbase : L7635LBE) définissant les règles des sociétés anonymes applicables aux sociétés par actions simplifiées [9]. Malgré les doutes exprimés par certains auteurs [10], la pratique avait consacré l'usage des actions de préférence à droit de vote multiple afin de dissocier le pouvoir politique des droits financiers sans nécessairement recourir à un pacte extra-statutaire dans les sociétés par actions simplifiées.

Le législateur a ainsi choisi, d'une part, d'autoriser la création d'actions de préférence à droit de vote double sans condition ou à droit de vote multiple dans les sociétés anonymes et les sociétés en commandite par actions et, d'autre part, d'écarter

définitivement tout doute sur cette faculté dans les sociétés par actions simplifiées. Cette évolution permettra de faciliter la structuration d'opérations complexes dans lesquelles la forme de société anonyme est requise par la loi [11] ou souhaitée par les investisseurs, notamment dans les opérations de *venture capital* lors des dernières séries d'investissement précédant une introduction en bourse.

De façon ironique, cette évolution ne constitue pas une nouveauté dans la mesure où les actions à droit de vote multiple avaient été autorisées par la loi du 16 novembre 1903 avant d'être supprimées et remplacées par les seules actions à droit de vote double par une loi du 13 novembre 1933. Une partie de la doctrine considérait alors que les actions à droit de vote multiple étaient contraires à l'esprit supposé démocratique des sociétés par actions [12].

Avec cette réforme, la France renforce l'attractivité de son cadre législatif applicable aux investissements en y autorisant des schémas que l'on peut trouver chez certains de nos voisins. A titre d'exemple, au Luxembourg, si le recours aux actions à droit de vote multiple est interdit ou incertain selon les formes sociales, la possibilité d'émettre des actions avec des valeurs nominales différentes permet d'aboutir à un résultat similaire. Bien que l'usage d'actions à droit de vote multiple dans les sociétés cotées fasse souvent l'objet de critiques doctrinales ou de la part d'investisseurs activistes, il nous semble regrettable de ne pas avoir ouvert cette faculté aux sociétés cotées alors que ce mécanisme existe et fonctionne dans d'autres pays comme les Etats-Unis [13] et les Pays-Bas. Dans ce dernier cas, cela constitue même un élément particulier d'attractivité de la place d'Amsterdam que plusieurs sociétés en Europe semblent avoir retenu pour cette raison [14].

## 2.2. Actions de préférence rachetables à la demande de l'actionnaire

L'article 100 de la loi «PACTE» a également modifié le régime du rachat d'actions en autorisant le rachat à la demande de l'actionnaire concerné, étant précisé que le régime de rachat d'actions devrait à nouveau évoluer en application de la proposition de loi de simplification, de clarification et d'actualisation du droit des sociétés.

L'ordonnance n° 2014-863 du 31 juillet 2014, relative au droit des sociétés (N° Lexbase : L1321I4P), avait consacré l'impossibilité de créer des actions rachetables « à la main » du porteur, le rapport au Président de la République relatif à ce texte ayant considéré qu'une telle possibilité se heurterait « à des principes fondamentaux en droit des sociétés, telle la prohibition de la variabilité du capital social dans les sociétés anonymes » bien qu'une partie de la pratique et de la doctrine ait appelé une telle possibilité de ses vœux [15]. Par ailleurs, il convient de noter que le Professeur Renaud Mortier considère que la création de ce type d'actions était possible avant l'entrée en vigueur de ladite ordonnance [16]. Ce type de rachat est par ailleurs accepté par de nombreux pays comme les Etats-Unis, le Royaume Uni ou l'Italie. Si le cas des Etats-Unis ne surprendra pas, il est intéressant de voir que plusieurs pays européens l'acceptent, conformément d'ailleurs à la Directive européenne «capital social» [17]. D'autres pays en revanche, comme l'Allemagne, semblent opposés à cette possibilité.

Alors que l'article L. 228-12 du Code de commerce (N° Lexbase : L8891I3P) prévoyait le rachat « à l'initiative exclusive » de la société, le texte modifié prévoit maintenant trois possibilités : le rachat « à l'initiative exclusive de la société » qui est maintenu, le rachat « à l'initiative conjointe de la société et du détenteur de l'action de préférence » et le rachat à « l'initiative exclusive du détenteur ».

Le rachat à l'initiative du détenteur de l'action de préférence constitue, selon nous, la seule véritable innovation car il nous semble que l'ancienne rédaction n'interdisait pas des modalités prévoyant un rachat à l'initiative de la société mais conditionné à un accord du porteur, ce qui pourrait se rapprocher d'une initiative conjointe.

La modification de la personne à l'initiative du rachat est, dans son principe, de nature à affecter la portée du concept d'intangibilité du capital du droit des sociétés. Néanmoins, les règles générales gouvernant l'achat d'actions propres disposées aux articles L. 225-210 (N° Lexbase : L7022IC3) à L. 225-212 du Code de commerce ainsi que les règles disposées aux articles L. 228-12 (N° Lexbase : L8891I3P) et L. 228-12-1 (N° Lexbase : L8871I3X) demeurent applicables, de façon à assurer notamment une forme de protection des créanciers.

Concernant ces mécanismes protecteurs (ou contraintes), l'article L. 225-210 du Code de commerce dispose non seulement

qu'une société ne peut détenir plus de 10 % du total de ses propres actions mais il prévoit également une limite de 10 % applicable au sein de chaque catégorie d'actions. Cette limitation par catégorie du stock d'actions rachetées implique qu'il ne soit *a priori* pas possible d'émettre une catégorie d'actions ayant vocation à être rachetée en totalité comme technique de financement, les contraintes applicables aux réductions de capital non motivées par des pertes trouvant alors à s'appliquer. Ces mécanismes de rachat semblent donc plus appropriés pour assurer une forme de liquidité limitée sur l'instrument qu'une nouvelle technique de financement. Cet instrument ne pourra par conséquent pas être utilisé -en l'état- afin de permettre la «sortie» de certaines catégories d'investisseurs dans des dossiers de *venture capital* comme cela avait pu être espéré [18]. Le Professeur Renaud Mortier avait d'ailleurs déjà identifié cette limite [19] et avait proposé sa suppression. Il nous semble également que la limite globale devrait suffire à apporter la protection recherchée et que la suppression de la limite catégorielle serait de nature à faire des actions rachetables un instrument beaucoup plus dynamique. Les sanctions applicables au manquement à cette règles semblent toutefois à relativiser dans la mesure où les actions achetées en violation de cette règle doivent être cédées dans le délai d'un an ou, à défaut, annulées [20]. Dans la mesure où le rachat des actions de préférence n'est pas limité en termes de flux, il pourrait également être envisagé de créer des actions de préférence rachetables qui, dès lors qu'elles sont détenues par la société, font l'objet d'une conversion automatique et immédiate en actions ordinaires. De cette façon, les sociétés ayant un capital social important pourraient apprécier leur stock d'actions propres uniquement par rapport à leurs actions ordinaires.

Les autres dispositions protectrices des créanciers, conformément à la Directive européenne «capital social» précitée, conservent une approche de nature comptable en encadrant l'impact des rachats d'actions sur les capitaux propres et la nécessité de disposer de réserves comptables adéquates. S'il semble utile de conserver ce type de protection, en particulier la nécessité de n'utiliser que des sommes distribuables pour opérer le rachat d'actions, les sociétés émettrices de tels instruments devraient, selon nous, réfléchir à instaurer des conditions d'exercice des demandes de rachat complétant le dispositif légal, portant le cas échéant sur l'existence d'une trésorerie disponible. Il semble en effet que le cumul de la limite de 10 % et l'absence de condition relative à la trésorerie disponible est susceptible de créer une prime à l'actionnaire qui demandera le premier le remboursement de ses titres si la société émettrice connaît des difficultés de trésorerie. En effet, bien que le 5° du III de l'article L. 288-12 du Code de commerce dispose toujours, qu'«*en aucun cas, ces opérations ne peuvent porter atteinte à l'égalité d'actionnaires se trouvant dans la même situation*», le fait qu'un détenteur d'une catégorie d'actions de préférence rachetables puisse demander le rachat de ses actions de façon isolé (à moins que les statuts n'aient organisé une mécanique plus complexe de collecte et de réduction proportionnelle des demandes) crée une prime à la vitesse. Cet avantage ne constitue pas une violation du principe d'égalité dans la mesure où tous les actionnaires titulaires de la catégorie d'actions concernée ont le même droit de demander le rachat. La créance de rachat d'actions est *a priori* une créance chirographaire qui n'est pas subordonnée aux autres créanciers de la société.

Ces nouvelles catégories d'actions de préférence devraient par ailleurs présenter certaines susceptibilités de traitement comptable. En effet, alors qu'elles devraient toujours être comptabilisées comme du capital en comptabilité sociale, il est vraisemblable qu'elles ne pourront pas être comptabilisées comme des fonds propres ou quasi-fonds propres à moins que l'exercice de la faculté de rachat à l'initiative du détenteur ne soit très strictement encadrée [21].

Malgré ces difficultés, cette nouvelle catégorie d'instruments apporte une flexibilité nouvelle dont la pratique pourra se servir dans de nombreuses situations. Nous pensons d'ores et déjà à des mécanismes de liquidité dans le cadre d'actionnariat salarié de sociétés non cotées ou des opérations présentant des cascades de valeurs mobilières plus complexes rencontrées dans les opérations de *leverage buy out* ou de restructuration.

Au regard des protections et limites évoquées ci-dessus, nous nous demandons néanmoins ce qui a conduit le législateur à interdire l'émission de cette catégorie d'actions de préférence pour les sociétés dont les titres sont admis sur un marché réglementé. On notera néanmoins que cette restriction est limitée aux sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé sans viser les systèmes multilatéraux de négociation. Il sera donc possible pour les sociétés dont les actions sont admises sur Euronext Growth d'émettre des actions rachetables à l'initiative de leur titulaire mais pas des actions à droit de vote multiple.

### 3. Modification des règles de détermination des plafonds d'attribution gratuite d'actions

L'article 163 de la loi «PACTE» a également apporté une précision attendue sur la limite du nombre d'actions pouvant être attribuées gratuitement conformément à l'article L. 225-197-1, I du Code de commerce (N° Lexbase : L1899KGG).

En effet, selon la rédaction antérieure du deuxième alinéa de cet article, « *le nombre total des actions attribuées gratuitement ne peut excéder 10 % du capital social à la date de la décision d'attribution de actions* », étant précisé que dans certaines hypothèses ce seuil peut être porté à 15 % ou 30 %. Comme la doctrine s'en était émue lors de son vote initial par le législateur [22], cette rédaction couvrait l'ensemble des actions attribuées gratuitement, en ce compris celles qui n'avaient pas été effectivement attribuées ou encore celles qui avaient été attribuées et dont la période de conservation avait expiré et qu'il devient impossible de distinguer des actions normalement souscrites. L'administration fiscale avait accepté d'exclure les actions gratuites non-effectivement attribuées de ce calcul [23], mais le législateur n'avait, jusqu'à présent, pas jugé pertinent d'insérer cette précision dans le Code de commerce.

C'est désormais chose faite : le 2<sup>ème</sup> alinéa de l'article L. 225-197-1, I du Code de commerce est complété par la loi «PACTE» pour exclure de l'appréciation des plafonds applicables aux actions attribuées gratuitement « *les actions qui n'ont pas été définitivement attribuées au terme de la période d'acquisition prévue au sixième alinéa [de l'article L. 225-197-1, I du Code de commerce] ainsi que les actions qui ne sont plus soumises à l'obligation de conservation prévue au septième alinéa [de l'article L. 225-197-1, I du Code de commerce]* ». Le législateur a donc consacré la solution retenue par l'administration fiscale (pour les actions attribuées mais non effectivement attribuées) et celle appelée de ses vœux par la doctrine (pour les actions attribuées dont la période de conservation a expiré).

---

[1] A la date de rédaction de cet article, la loi «PACTE» a été votée par l'Assemblée nationale et le Sénat et a fait l'objet d'une décision du Conseil constitutionnel en date du 16 mai 2019.

[2] Cette terminologie est employée volontairement dans la mesure où la loi «PACTE» vise selon le cas, seulement les sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé ou également celles dont les actions sont admises sur un système multilatéral de négociation.

[3] Directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition (N° Lexbase : L2413DYZ).

[4] En 2018, d'après l'**étude d'impact** concernant le projet de loi relatif à la croissance et la transformation des entreprises en date du 18 juin 2018, seuls cinq pays européens (Italie, Pays-Bas, Luxembourg, Lituanie et France) sur vingt-huit appliqueraient le seuil de 95%.

[5] A titre d'exemple, la Suisse, Singapour, et Hong-Kong.

[6] Article 100 de la loi «PACTE».

[7] C. com., art. L. 228-11 (N° Lexbase : L2412IBX).

[8] Ces exceptions consistent à prévoir statutairement des actions à droit de vote double avec certaines conditions (C. com., art. L. 225-123 N° Lexbase : L96131Z3 et L. 225-124 N° Lexbase : L7674LBT, limitant cette faculté aux actions entièrement libérées et faisant l'objet d'une inscription nominative depuis deux ans au moins) et une limitation générale des droits de vote par actionnaire (C. com., art. L. 225-125).

[9] B. Brignon Bastien, et Th. Granier, Fasc. 1803 : Actions De Préférence, Lexis Nexis 360, 16 août 2017 ; R. Kaddouch, *Le droit de vote attaché aux actions de préférence*, Actes pratiques, 2005 n° 82 p. 37.

[10] G. de Ternay, *SAS et actions de préférence : modus operandi*, JCP éd. E, 2005, 568.

[11] A titre d'exemple, les sociétés publiques locales, les sociétés publiques locales d'aménagement, les sociétés d'économie mixtes locales et les sociétés d'économie mixte à opération unique doivent être structurées sous forme de SA.

[12] H. Bosvieux, *La nouvelle réglementation du droit de vote dans les sociétés par actions*, *Commentaire de la Loi du 13 Novembre 1933*, Journal des Sociétés, janvier 1934.

[13] Laurence Boisseau, *Les actions à droit de vote multiple ont toujours la cote*, Les Echos, 7 mai 2019 ; Robertson Tan Andrea Benjamin, *Dual-Class Shares, Second-class investors ?*, Bloomberg.com, 15 janvier 2019.

[14] EUMEDION, Corporate Governance Forum, Position Paper 28 June 2016.

[15] Alain Couret, *L'action de préférence rachetable à la demande du porteur*, Bulletin Joly Sociétés, n° 4, janvier 2008, Arnaud Reygobellet, *Les actions de préférence sous les feux de l'actualité*, RTDF, 2008, n° 1.

[16] Notamment, Droit des sociétés n° 4, avril 2015, comm. 62, CA Nancy 1ère civ, 16 juin 2014, n° 13/01988 (N° Lexbase : A5705MRQ).

[17] 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 Etats 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 ([N° Lexbase : L4938IUG](#)).

[18] S. Vermeille et A. Bézert, *Plaidoyer en faveur de l'introduction des actions de préférence rachetables à l'initiative de l'actionnaire en droit français*, RTDF n° 4, 2015.

[19] R. Mortier, *Les actions rachetables*, Actes Pratiques et Ingénierie Sociétaire, n° 140, mars 2015.

[20] C. com., art. L. 225-214 ([N° Lexbase : L4621ISX](#)). La Cour de cassation exclut de prononcer la nullité des achats par une société de ses propres actions réalisées en violation de l'article L. 225-206, II du Code de commerce ([N° Lexbase : L8297GQD](#)) : cf. Cass. civ. 1, 17 décembre 2009, n° 08-12.344, FS-P+B [N° Lexbase : A7100EPN](#), Bull. civ. I, n° 255).

[21] Cette évolution consacre une nouvelle fois la dissociation entre capital, d'une part, et fonds propres et quasi-fonds propres, d'autre part, alors qu'il était déjà admis que des titres de dette comme les obligations remboursables en actions puissent constituer des fonds propres ou quasi fonds propres.

[22] Avis du comité juridique de l'ANSA du 20 janvier 2005, dossier ANSA n° 05-005 ; avis du comité juridique de l'ANSA du 2 avril 2014, dossier ANSA n° 14-027 ; commentaire sous article L. 225-197-1 du Code de commerce, Code des sociétés, Dalloz, 2018. V. B. Saintourens et Ph. Emy, Nouvelle étape de simplification du droit des sociétés par la loi n° 2012-397 du 22 mars 2012, *Rev. Sociétés*, 2012 ; F. Basdevant, F. Martin Laprade, L'attribution gratuite d'actions, Actes Pratiques et Ingénierie Sociétaire, n° 121, janvier 2012.

[23] BOI-RSA-ES-20-20-10-10, n° 140 ([N° Lexbase : X7383ALZ](#)).