

Sous la direction de

Hervé SYNDET

Professeur émérite de l'université Paris-Panthéon-Assas

et

Stéphane TORCK

Professeur à l'université Paris-Panthéon-Assas

LES ASPECTS DE DROIT DES SOCIÉTÉS COTÉES DE LA LOI *ATTRACTIVITÉ* DU 13 JUIN 2024

BJB201y4

H. SYNDET ET S. TORCK	Propos introductifs	p. 60
H. SYNDET	L'entrée des droits de vote multiples dans les sociétés cotées	p. 61
S. TORCK ET O. DE VILMORIN	Vent de liberté sur les augmentations de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription	p. 67

Propos introductifs

BJB201y5

Hervé SYNDET

Professeur émérite de l'université Paris-Panthéon-Assas

Stéphane TORCK

Professeur à l'université Paris-Panthéon-Assas

La loi n° 2024-537 du 13 juin 2024 visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France n'est certainement pas la première à prétendre améliorer la compétitivité du droit français, son efficacité et sa lisibilité pour les opérateurs et les investisseurs internationaux. À la vérité même, la promesse a été maintes fois faite sans être parfaitement tenue. C'est qu'en effet, hors les cas où le droit des affaires français est sous la coupe plus ou moins réglée du droit européen, soit l'ambition a manqué – pas toujours, il faut le reconnaître –, soit des blocages sont apparus, sous-tendus par des réflexes conservateurs, des postulats idéologiques ou la défense d'intérêts sectoriels, peu favorables à l'attractivité du droit français, comprenons à la volonté de le mesurer aux droits homologues et d'en tirer, le cas échéant, les conséquences qui s'imposent.

La loi du 13 juin 2024 a échappé à ces écueils et l'on y trouve les qualités dont, en droit des affaires au moins, les ordonnances peuvent ordinairement s'enorgueillir. La loi est technique, premier bon signe, correctement conçue, c'en est un autre, mais surtout elle sert honnêtement les objectifs qu'elle affiche, avec pragmatisme et même parfois avec audace.

Les modifications apportées par la loi du 13 juin 2024 à certains pans du droit des sociétés cotées, en faveur d'une plus grande attractivité de la place financière de Paris, en portent certainement l'un des meilleurs témoignages. Cette attractivité mérite de s'exprimer à deux niveaux, qui se conjuguent : d'une part, l'attractivité du marché parisien vis-à-vis des sociétés qui n'y sont pas encore cotées, c'est-à-dire les petites et moyennes entreprises (PME) ainsi que celles de taille intermédiaire qui y seraient éligibles, considération prise de leurs secteurs d'activité, de leurs besoins en financements et de leurs perspectives de développement ; d'autre part, l'attractivité de la place française face à ses concurrentes les plus immédiates, à savoir les places d'Amsterdam et de Londres.

Au premier niveau, trois impératifs sont à considérer : le « coût réglementaire » de la cotation, les conditions d'accès aux financements offerts par le marché et la maîtrise du capital. En gardant à l'esprit que ces impératifs ne pèsent pas le même poids pour les petites, les moyennes et les grandes entreprises et que certains d'entre eux ne sont plus sous la maîtrise des droits nationaux (on pense aux contraintes imposées par les règlements *Prospectus* et *Abus de marché* et par la direc-

tive *Transparence*). Au second niveau, les caractéristiques des droits néerlandais et britannique, l'attractivité du droit français implique plus de flexibilité et une confiance retrouvée dans les grands équilibres des forces du marché.

Les institutions européennes y ont pris leur part, au travers du *Listing Act*, chargé de faciliter l'accès des PME aux marchés financiers, ouvrant par là même aux États membres une fenêtre d'opportunité pour améliorer leurs propres systèmes internes. Avec la loi du 13 juin 2024, le législateur français s'en est saisi, avec un libéralisme qu'on ne lui connaissait plus – probablement avec cette ampleur –, depuis l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières. Qu'on en juge plutôt avec l'introduction du droit de vote multiple dans les sociétés cotées, sans même attendre la transposition de la directive sur les *Structures avec actions à droits de vote multiple*, en cours d'adoption définitive, ceci alors que, nonobstant les évolutions constatées dans de nombreuses législations étrangères,

les instances françaises étaient longtemps restées dans le déni de leur utilité, comme facteur de croissance et de compétitivité du marché français (BJB sept. 2024, n° BJB201z2, note H. Synvet). Qu'on en juge encore avec les modifications apportées au régime des augmentations de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription, qu'il soit question du relèvement du plafond d'émission des « placements privés », de la suppression de l'encadrement du prix d'émission dans les augmentations de capital par voie d'offre publique ou bien encore de la création d'une délégation de pouvoir dans les augmentations de capital à personnes nommément désignées (BJB sept. 2024, n° BJB201z3, note S. Torck et O. de Villemorin).

Autant de raffinements du droit français des sociétés cotées qui signent un changement – possiblement temporaire – de direction, adopté, pour certaines dès leur origine, par nombre de places étrangères occidentales, où l'arbitrage est laissé, à plus ou moins grande échelle, prioritairement au marché et à ses pratiques et non pas à la seule règle de droit.

L'entrée des droits de vote multiples dans les sociétés cotées

BJB201z2

Hervé SYNDET

Professeur émérite de l'université Paris-Panthéon-Assas

Ce n'est pas une réforme comme une autre qu'a opérée la loi n° 2024-537 du 13 juin 2024 en consacrant les droits de vote multiples dans certaines sociétés cotées. C'est un changement de paradigme. Désormais, peuvent s'introduire en bourse des sociétés dont le capital est représenté en partie par des actions de préférence dotées de droits de vote multiples. Les détenteurs du contrôle craindront moins la dispersion du capital inhérente à la cotation.

L. n° 2024-537, 13 juin 2024, visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France : JO, 14 juin 2024

1. C'est une réforme qui fera assurément date. La loi n° 2024-537 du 13 juin 2024 « visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France » ouvre la société cotée aux actions à droits de vote multiples. Ce faisant, elle touche aux équilibres de pouvoir chez les émetteurs qui offrent leurs titres au public. Et, d'un point de vue plus théorique, elle remet en cause l'une des vaches sacrées du droit des sociétés, à savoir la proportionnalité entre la part de capital détenu et la puissance de vote – même si le principe était davantage dans les têtes qu'inscrit dans le droit positif : lorsque l'article 1844, alinéa 1^{er}, du

Code civil dispose que « Tout associé a le droit de participer aux décisions collectives », il demeure muet sur le nombre de voix qui lui est attribué.

2. Cette réforme ne sort pas de nulle part. Déjà, en 2017, la commission des finances du Sénat avait, dans un rapport intitulé « Places financières : quelle stratégie française face au Brexit ? », recommandé d'assouplir le droit des titres en introduisant les actions à droits de vote multiples. Puis la loi *Pacte*¹ était venue autoriser les sociétés anonymes, les sociétés en commandite par actions et les sociétés européennes à siège français à émettre des actions de préférence dotées de plusieurs droits de vote (C. com., art. L. 228-11, al. 1^{er}). Mais elle avait exclu du bénéfice de cette liberté les socié-

NDLR : Sur la loi *Attractivité*, v. également BJB sept. 2024, n° BJB201y6, éditorial S. Torck ; BJB sept. 2024, n° BJB201y5, propos introductifs, H. Synvet et S. Torck ; BJB sept. 2024, n° BJB201z3, note S. Torck et O. de Villemorin ; BJB juill. 2024, n° BJB201v9, éditorial A. Gaudemet ; BJS sept. 2024, n° BJS203j4, note C. Coupet.

1 L. n° 2019-486, 22 mai 2019, relative à la croissance et la transformation des entreprises.

tés dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation. À l'époque, le ministre chargé de l'Économie, M. Bruno Lemaire, s'était fermement opposé à une telle extension². Souvent ministre varie...

3. Les choses frémirent également à l'échelon européen. La Commission a présenté une proposition de directive accueillant les droits de vote multiples, du moins pour les sociétés sollicitant la cotation de leurs actions sur un marché de croissance³. Cette proposition a ensuite été intégrée dans le processus dit du *Listing Act*. Elle a fait l'objet d'un vote positif du Parlement européen⁴. Il y avait là, naturellement, une incitation à faire évoluer le droit français dans un sens conforme au mouvement général. De façon plus immédiate, une réflexion de Place avait été engagée sur l'opportunité d'une introduction en droit français de la possibilité de créer des actions à droits de vote multiples dans les sociétés cotées. Cette réflexion avait débouché sur un rapport du Haut Comité Juridique de la Place financière de Paris (HCJP) publié le 15 septembre 2022⁵. Le rapport concluait nettement en faveur de la levée de l'interdiction faite aux sociétés cotées d'avoir une partie de leur capital représentée par des actions à droits de vote multiples, mais uniquement dans le cadre d'une introduction en bourse. Deux raisons majeures avaient convaincu le groupe de travail, représentatif des différents acteurs intéressés. D'une part, il en allait de l'attractivité de la Place financière de Paris, ou plus exactement du maintien de sa compétitivité dans un monde concurrentiel : à l'heure où les actions à droits de vote multiples sont admises et pratiquées sur le continent nord-américain (États-Unis et Canada), sur les principales places asiatiques (Singapour et Hong Kong) et dans de nombreux pays européens (Pays-Bas, Suisse, Italie, Suède, avec une mention spéciale pour le Royaume-Uni qui, traditionnellement réticent à l'égard des actions à droits de vote multiples, a changé la règle du jeu sur le segment *Premium* de la bourse de Londres par

décision du 28 novembre 2021⁶), la France risquait de paraître « archaïque » si elle demeurait arc-boutée sur le *one share, one vote*. D'autre part, l'enjeu central est le financement des sociétés à forte croissance. Il arrive un moment, dans le cours de leur développement, où un financement de marché peut constituer la bonne solution. Mais le ou les animateurs de ces sociétés craignent la perte de contrôle susceptible d'être engendrée, au moins à terme, par la diffusion du capital d'une société cotée. L'action à droits de vote multiples est de nature à les rassurer : la baisse de leur pourcentage de participation, en capital, n'aura plus nécessairement pour corollaire l'affaiblissement de leur position à l'assemblée générale.

4. En contrepartie, le rapport du HCJP préconisait l'encadrement de la nouvelle liberté octroyée aux émetteurs cotés, par le biais de contraintes concernant les bénéficiaires des droits de vote multiples, le nombre maximum de droits de vote attachés à chaque action de préférence, la durée maximum des droits de vote multiples et les résolutions d'assemblée générale sur lesquelles les droits de vote multiples pourraient s'exercer.

5. Ainsi conçu, ce rapport a retenu l'attention des pouvoirs publics. Le ministère de l'Économie a lancé une consultation sur les actions à droits de vote multiples dans les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché de croissance ou un marché réglementé, consultation qui était accompagnée d'un questionnaire soumis aux acteurs de la Place. Les réponses ont dans l'ensemble été favorables à l'introduction d'actions à droit de vote multiples dans les sociétés sollicitant leur admission à la cote. La décision a alors été prise de mettre en route le processus d'une réforme législative. Mais, même si le ministère chargé de l'économie est demeuré très présent, le choix a été fait du dépôt d'une proposition de loi présentée par le député Alexandre Holroyd⁷.

La procédure a ensuite été très rapide. La proposition, d'inspiration libérale, a été successivement discutée à l'Assemblée nationale et au Sénat – ce dernier enrichissant l'encadrement juridique des actions à droits de vote multiples. Une commission mixte paritaire procéda aux derniers arbitrages, de sorte que la loi put être votée puis publiée le 14 juin 2024⁸.

6. Techniquement, la réforme se concrétise par l'insertion dans le Code de commerce d'un nouvel article L. 22-10-46-1. Ce texte consacre la liberté de créer des actions à droits de vote multiples lors d'une pre-

2 Le ministre s'était ainsi exprimé : « Pour les sociétés cotées, et j'ai déjà eu l'occasion de le dire, il me paraît vraiment inopportun, dans la mesure où il [le droit de vote multiple] complexifierait beaucoup leur gestion et leur gouvernance, y compris sur les marchés internationaux et vis-à-vis des investisseurs étrangers ». V. AN, rapport n° 1237, R. Lescure, J.-N. Barrot, C. Dubost, M. Lebec et D. Sommer, 16 sept. 2018, p. 571 : <https://lext.so/p1uQ0W>.

3 Proposition du 7 décembre 2022, COM (2022) 761 final : <https://lext.so/HJlrl1>. B. Lecourt, « Droits de vote multiples : proposition de directive », *Rev. soc.* 2023, p. 124.

4 PE, communiqué, 24 avr. 2024 : <https://lext.so/GPL370e6>. V. également ANSA, communiqué, 25 avr. 2024 : <https://lext.so/Lt1P96>.

5 H. Synvet et C. Coupet, « Présentation du rapport du Haut Comité Juridique de la Place de Paris sur les droits de vote multiples », *BJB* nov. 2022, n° BJB200z3 ; H. Le Nabasque, « Droits de vote multiples et sociétés cotées », *RD bancaire et fin.* nov.-déc. 2022, p. 1 et s. ; A. Pietrancosta, « Propositions françaises et européennes pour ouvrir le vote multiple aux sociétés entrant en bourse », *BJS* janv. 2023, n° BJS201q7.

6 Listing Rules Sourcebook, 9.2.222 A et s.

7 AN, n° 2321. Proposition enregistrée le 12 mars 2024.

8 Premier commentaire : A. Couret, « La loi visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France », *Rev. sociétés* 2024, p. 419. V. aussi *BJS* sept. 2024, n° BJS203g4, note C. Coupet.

mière admission aux négociations, liberté qui est presque totale (I). L'encadrement juridique vient dans un second temps : les droits de vote multiples sont écartés pour certaines résolutions d'assemblée générale et leur durée de vie est limitée (II).

I. La consécration des droits de vote multiples

7. Cette consécration se lit au paragraphe I, alinéa premier, de l'article L. 22-10-46-1 du Code de commerce, ainsi conçu : « Sans préjudice de l'article L. 225-122, dans le cadre de la première admission aux négociations des actions de la société sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation, il peut être créé des actions de préférence dont le droit de vote est aménagé. »

8. Le domaine de la nouvelle règle est ainsi clairement fixé. Sont visées les sociétés (anonymes, en commandite par actions, européennes) qui s'introduisent en bourse. L'admission aux négociations peut se faire aussi bien sur un marché réglementé (dans n'importe quel État membre de l'Union européenne) que sur un système multilatéral de négociation (Euronext Growth ou ses équivalents dans l'Union). Le choix du législateur français est d'autant plus remarquable que la proposition précitée de directive de la Commission réservait l'innovation aux marchés de croissance.

9. En revanche, l'ancienne interdiction subsiste pour les sociétés déjà cotées. Cela s'évince du « Sans préjudice de l'article L. 225-122 ». C'est cette dernière disposition qui pose le principe de la proportionnalité du droit de vote attaché aux actions à la quotité de capital qu'elles représentent. Certes, le principe est aujourd'hui dévoré d'exceptions. Mais, dans le cas des sociétés déjà admises à la cote, il demeure. On ne peut que s'en féliciter : d'une part, les raisons qui ont conduit à permettre la création de droits de vote multiples lors d'une première admission aux négociations ne se retrouvent pas s'agissant de sociétés déjà cotées ; d'autre part, l'introduction de droits de vote multiples en cours de route serait de nature à modifier profondément l'équilibre des pouvoirs au sein de la société cotée et à avoir une incidence sur son caractère « opérable », ce qui obligerait très probablement à organiser au profit des minoritaires un mécanisme de retrait.

10. Le vecteur de la nouvelle liberté est l'action de préférence : « il peut être créé des actions de préférence dont le droit de vote est aménagé ». La loi n'emploie pas l'expression « droits de vote multiples » et préfère parler d'« aménagement » du droit de vote. Mais la réalité est bien là. C'est à travers l'émission des actions de préférence dotées de droits de vote majorés par rap-

port à celui attaché à une action ordinaire que certains actionnaires seront investis, au moment de la première admission aux négociations, d'une puissance de vote renforcée. Ainsi, pense-t-on, certaines réticences à l'entrée en bourse s'effaceront-elles.

On notera que le texte évoque la « création » d'actions de préférence. Le terme n'est peut-être pas très heureux. Il ignore en effet l'hypothèse où, conformément à la loi *Pacte*, la société non cotée aurait antérieurement émis des actions de préférence dotées de droits de vote multiples. Il aurait alors suffi de conserver ces actions telles quelles au moment de l'admission aux négociations. Mais il est vrai que les conditions initiales de la préférence ne seront pas nécessairement ajustées à une société allant sur le marché.

11. Précisément, le fait que l'instrument choisi pour ouvrir la porte aux droits de vote multiples soit l'action de préférence permettra une adaptation aux particularités de la société sollicitant son admission à la cote et aux circonstances de marché. Le lecteur du nouvel article L. 22-10-46-1 du Code de commerce peut avoir l'impression de la fourniture d'un régime clés en main des actions à droits de vote multiples. Ce n'est pas tout à fait exact. Les actions de préférence seront créées suivant les procédures de droit des sociétés habituelles, et l'assemblée générale extraordinaire compétente aura tout loisir d'insérer dans les statuts les caractéristiques de son choix, pour autant qu'elles ne heurtent pas une disposition impérative. Par exemple, elle fixera le nombre de droits de vote attachés aux actions de préférence. Ou bien elle prévoira des causes d'extinction des droits de vote multiples supplémentaires par rapport à celles mentionnées au III de l'article L. 22-10-46-1 (à l'image des *sunset clauses* de la pratique américaine). La réalité juridique est donc que la physionomie d'une action de préférence dotée de droits de vote multiples sera dessinée à la fois par la loi et par les statuts de la société concernée, et qu'il faudra anticiper les réactions du marché au moment de fixer les « termes et conditions » de l'action de préférence.

12. Ceci est d'autant plus vrai que le législateur français a pris le parti de la liberté quant aux conditions de fond de l'émission des actions de préférence.

Le HCJP, dans son rapport précité, avait entendu certaines des réticences exprimées par les représentants des investisseurs et les agences de conseil en vote. Pour en tenir compte, il avait envisagé que soient fixées quelques conditions à l'émission, qui se rattachaient à l'idée selon laquelle les bénéficiaires des droits de vote multiples devaient être suffisamment investis dans la société. Une première condition aurait tenu à la qualité du souscripteur des actions de préférence : seuls les dirigeants de la société s'introduisant en bourse, ainsi que les sociétés qu'ils contrôlent, auraient accès

aux droits de vote multiples. En outre, il était suggéré de subordonner l'émission d'actions de préférence à la détention par leur bénéficiaire d'une quotité minimum du capital social (par exemple vingt pour cent, en agréant des participations des différents bénéficiaires s'ils devaient être plusieurs). Enfin, le HCJP avait estimé souhaitable que la loi vienne fixer un maximum au multiple de vote à prévoir dans les statuts en s'inspirant des meilleures pratiques, ce qui aurait pu conduire à retenir le nombre de dix.

13. Le législateur ne s'est pas engagé sur ce chemin.

« Ces actions de préférence ne peuvent être créées qu'au bénéfice d'une ou de plusieurs personnes nommément désignées », dit l'alinéa 2 de l'article L. 22-10-46-1, I, du Code de commerce. Les actions à droits de vote multiples sont ainsi ouvertes à tous : personne physique ou morale, dirigeant ou simple actionnaire. Il faut simplement que le bénéficiaire soit désigné par la décision d'émettre des actions de préférence – un peu comme lors d'une augmentation de capital réservée. L'attribution d'actions à droits de vote multiples est marquée d'*intuitus personae*.

L'alinéa 3 du même texte ajoute : « Pour les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un système multilatéral de négociation, le ratio entre les droits de vote attachés à une action de préférence et ceux attachés à une action ordinaire ne peut excéder vingt-cinq pour un et doit être un nombre entier ». Il s'agit seulement, ici, d'assurer par avance la conformité du droit français avec la future directive sur les droits de vote multiples, qui s'appliquera aux marchés de croissance. Mais hors ce cas, c'est-à-dire lors d'une première admission sur un marché réglementé, aucun plafond n'est institué : il appartiendra aux statuts de la société concernée de déterminer le nombre de droits de vote attachés aux actions de préférence. Ils pourraient même prévoir plusieurs catégories d'actions de préférence, avec des privilèges inégaux.

14. Au final, c'est une presque totale liberté qui est reconnue aux sociétés sollicitant leur première admission. Il n'y a pas forcément lieu de s'en inquiéter : c'est au marché qu'il appartiendra de discipliner les émetteurs.

II. L'encadrement des droits de vote multiples

15. Si le nouveau texte permet de créer très librement des actions à droits de vote multiples au moment de la première admission aux négociations, il leur assigne des limites à deux points de vue : quant à leur usage (A) ; quant à leur durée (B).

A. Les limites à l'exercice des droits de vote multiples

16. Le lieu d'exercice des droits de vote multiples est naturellement l'assemblée générale des actionnaires⁹. La question est alors de savoir pour quelles résolutions les porteurs d'actions de préférence disposeront de plusieurs voix et, en pratique, pourront imposer leur point de vue.

L'éventail des possibles est large. Il va d'une utilisation généralisée des droits de vote multiples à leur cantonnement aux résolutions mettant en cause le pouvoir au sein de la société¹⁰. La loi n° 2024-537, qui sur ce point a été sensiblement enrichie par rapport à la proposition de loi *Holroyd*, a choisi une voie médiane. Elle énumère d'abord une série de résolutions qui échappent à la mécanique des droits de vote multiples. Elle traite ensuite du cas particulier, et sensible, des offres publiques d'acquisition (OPA).

17. Aux termes du paragraphe IV de l'article L. 22-10-46-1 du Code de commerce : « Une action de préférence ne donne droit qu'à une voix lorsque l'assemblée générale des actionnaires statue sur :

- a) les résolutions relatives à la désignation des commissaires aux comptes ;
- b) les résolutions relatives à l'approbation des comptes annuels ;
- c) les résolutions relatives à la modification des statuts de la société, hors cas d'augmentation de capital ;
- d) les résolutions soumises en application des deuxième et troisième alinéas de l'article L. 225-40 ;
- e) les résolutions relatives à la politique de rémunération des mandataires sociaux mentionnées au II de l'article L. 22-10-8 ainsi que les résolutions mentionnées aux I et II de l'article L. 22-10-34 ».

Il résulte de cette disposition que, hors les résolutions ainsi énumérées, le porteur d'actions de préférence est en principe fondé à se prévaloir de ses droits de vote multiples. On peut simplement s'interroger sur la question de savoir si les statuts pourraient compléter la liste. Un auteur s'est exprimé dans le sens de la négative¹¹. Nous en sommes moins certains. Le texte énonce que l'action de préférence ne donne droit qu'à une voix pour une série de résolutions qu'il précise. Il

9 Que cette assemblée soit ordinaire ou extraordinaire. La loi nouvelle ne dit mot des assemblées spéciales, alors que la réunion d'une assemblée regroupant les titulaires d'actions de préférence est parfaitement concevable. On peut penser que les droits de vote multiples n'auront pas leur place dans une telle assemblée.

10 Ce dernier parti est celui du droit anglais sur le segment *premium*. Les droits de vote multiples ne peuvent être exercés que dans deux circonstances : quand est demandée la révocation du titulaire d'actions à droits de vote multiples de ses fonctions de dirigeant ; sur tout sujet après un changement de contrôle.

11 A. Couret, « La loi visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France », *Rev. sociétés* 2024, p. 419, n° 28.

ne dit pas qu'il y a nécessairement droits de vote multiples dans les autres cas. Il faut alors revenir à la règle exprimée au paragraphe I, selon laquelle « il peut être créé des actions de préférence dont le droit de vote est aménagé ». C'est dire qu'il revient aux statuts d'« aménager » le droit de vote. Et, parmi les aménagements concevables, il devrait pouvoir y avoir la soustraction de certaines résolutions aux droits de vote multiples.

18. Revenant à la liste légale, on perçoit bien ses justifications. Dans certains cas, il ne paraît pas possible de donner tout le pouvoir aux porteurs d'actions de préférence, sans que les titulaires d'actions ordinaires soient en mesure de faire entendre utilement leur voix (par exemple : la désignation des commissaires aux comptes, la modification des statuts). Dans d'autres, un conflit d'intérêts est sous-jacent (l'approbation des conventions réglementées, le vote sur le *say on pay*).

19. Quelques points appellent des commentaires particuliers.

On relève, d'abord, que les droits de vote multiples ne peuvent être exercés pour « les résolutions relatives à l'approbation des comptes annuels ». Il convient de comprendre, en considérant le processus de l'assemblée générale ordinaire annuelle, que seule la première étape est concernée : une fois les comptes annuels approuvés, il y a lieu d'affecter le résultat et, le cas échéant, de décider une distribution de dividendes. Les droits de vote multiples retrouvent alors vocation à s'appliquer.

20. On peut aussi s'interroger sur le traitement de la fusion, vue du côté de la société absorbante. Les résolutions relatives à la modification des statuts échappent à la mise en œuvre des droits de vote multiples, mais pas celles décidant ou autorisant une augmentation de capital. Dans quel tiroir placer la fusion ? Nous inclinons vers la première branche de l'alternative. Certes, du côté de la société absorbante, la fusion emporte augmentation de capital afin de rémunérer les actionnaires de la société absorbée. Mais la fusion est plus que cela. Et l'article L. 236-2 du Code de commerce dispose qu'elle est décidée « dans les conditions requises pour la modification des statuts ». Ce renvoi invite à exclure, en matière de fusion, le jeu des droits de vote multiples.

21. La loi nouvelle consacre des dispositions particulières à l'exercice des droits de vote multiples en cas d'OPA. L'enjeu est majeur : il s'agit de savoir si les droits de vote multiples peuvent constituer une défense anti-OPA, très précisément si les droits de vote multiples permettent à leur(s) détenteur(s) de préserver leur pouvoir à l'intérieur d'une société menacée par une offre publique ou ayant fait l'objet d'une offre publique réussie. Dans son rapport, le HCJP avait écrit : « Le choix d'opérer est de nature

politique. C'est au législateur qu'il revient de le faire, et non à une autorité administrative » (pt 101). Il a été entendu. La loi n° 2024-537 n'a pas éludé la question, et l'a d'ailleurs habilement traitée.

22. On lit à l'article L. 22-10-46-1, IV, du Code de commerce : « Par dérogation, les statuts de la société peuvent prévoir que, en cas d'offre publique, une action de préférence ne donne droit qu'à une voix :

- 1° lors de l'assemblée générale des actionnaires qui arrête toute mesure prévue par les statuts de la société dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre publique ;
- 2° lors de la première assemblée générale des actionnaires suivant la clôture de l'offre publique lorsque, à l'issue de celle-ci, son auteur détient au moins les trois quarts du capital social assorti de droits de vote. »

Le principe est ainsi le maintien des droits de vote multiples dans les deux hypothèses visées au texte. Mais la loi ouvre aux statuts de la société concernée la possibilité de décider le contraire. À la réflexion, la solution a du sens. Comme tout se joue au moment de la première admission aux négociations, le marché est appelé à un rôle d'arbitre : acceptera-t-il, ou non, l'introduction en bourse d'une société qui ne comporterait pas de clauses statutaires sacrifiant les droits de vote multiples, et, partant, ne serait que très difficilement opérable ? On s'interrogera simplement sur la possibilité d'aménager les statuts sur ce point après l'admission aux négociations, possibilité qui n'est pas expressément exclue par le texte mais ne correspond pas nécessairement à son esprit.

23. Concrètement, la situation, en l'absence de clause statutaire, sera la suivante.

D'une part, les droits de vote multiples s'exerceront à l'assemblée générale appelée à adopter des mesures destinées à faire échouer une offre publique, dans les conditions prévues à l'article L. 233-33 du Code de commerce (c'est-à-dire lorsque le conseil d'admission ou le directoire ne sont pas compétents à cet effet sur la base de l'article L. 233-32). On peut penser qu'il en va de même pour l'émission de bons d'offre, qui au surplus participe d'une augmentation de capital.

D'autre part, les porteurs d'actions de préférence pourront utiliser leurs droits de vote multiples dans la première assemblée générale consécutive à une offre publique, s'ils n'ont pas apporté leurs titres à l'offre, et ainsi, sans doute, bloquer la prise de pouvoir par l'auteur d'une offre couronnée de succès. C'est là évidemment la règle essentielle, de nature à décourager un éventuel initiateur. Elle a été rendue possible par l'article 12 de la directive n° 2004/25/CE du 21 avril 2004 (la directive OPA), qui permet aux

États membres de déroger aux dispositions de la directive désactivant les défenses anti-OPA (et en particulier son article 11, paragraphe 4, aux termes duquel « les titres à droit de vote multiple ne donnent droit chacun qu'à une voix lors de la première assemblée générale des actionnaires suivant la clôture de l'offre, convoquée par l'offrant aux fins de modifier les statuts ou de révoquer ou nommer des membres de l'organe d'administration ou de direction »). La question se posera inévitablement de savoir si les porteurs d'actions de préférence peuvent monnayer l'abandon de leur position privilégiée, à l'instar de ce que l'on a pu observer dans les sociétés en commandite par actions.

24. C'est seulement dans l'hypothèse où les statuts de la société concernée choisissent de ramener le porteur d'action de préférence à une seule voix en cas d'offre publique que l'article L. 22-10-46-1, IV, *in fine*, leur impose aussi de prévoir une indemnisation équitable des titulaires d'actions à droits de vote multiples. Renvoi est fait à un décret en Conseil d'État pour les modalités de cette indemnisation. Il s'est agi ici, pour le législateur, de se conformer aux prescriptions de la directive OPA.

25. Une dernière précision, qui concerne toutes les résolutions pour lesquelles les droits de vote multiples sont écartés : le porteur d'actions de préférence est alors susceptible de bénéficier d'un droit de vote double. Le paragraphe V de l'article L. 22-10-46-1 du Code de commerce prévoit en effet : « Par dérogation au deuxième alinéa du I, pour les situations prévues au IV, les actions de préférence confèrent un droit de vote double à celui conféré aux autres actions lorsqu'elles respectent les conditions prévues aux articles L. 225-123 et L. 22-10-46 ». Comme, depuis la loi *Florange*¹², la plupart des sociétés cotées connaissent le droit de vote double et qu'en pratique les actions de préférence seront détenues sous forme nominative de manière stable, il sera fréquent que les porteurs de telles actions disposent d'un droit de vote double pour toutes les résolutions qui sont soustraites à leurs droits de vote multiples.

B. L'expiration des droits de vote multiples

26. L'article L. 22-10-46-1 du Code de commerce dispose, à son paragraphe III :

« Chaque action de préférence mentionnée au I du présent article est convertie en action ordinaire :

- 1° au terme de la durée mentionnée au II ou en cas d'ouverture de l'une des procédures judiciaires régies par les titres III et IV du livre VI du présent code ;

- 2° en cas de transfert en propriété, de transfert par voie de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs ainsi que de changement de contrôle ou de dissolution de l'actionnaire personne morale ».

27. C'est ainsi le mécanisme de la conversion en action ordinaire qui est utilisé, mais la conversion sera une suite nécessaire de l'un des événements mentionnés au texte. Aucune décision sociale n'est appelée à intervenir ; il suffira de constater la conversion, par exemple lors de la première assemblée générale suivant la perte des droits de vote multiples. À notre sens, ceci implique que cette perte ne pourra pas donner lieu à indemnisation. Dans son rapport, le HCJP avait à plusieurs reprises souhaité que la loi vienne interdire toute forme d'indemnisation de la perte des droits de vote multiples (pts 82 et 90).

28. Le premier cas d'expiration des droits de vote multiples est l'arrivée du terme. Le paragraphe II de l'article L. 22-10-46-1 énonce en effet que « les actions de préférence sont créées pour une durée déterminée ou déterminable qui ne peut excéder dix ans ». C'est dire que la présence d'actions à droits de vote multiples dans le capital d'une société cotée sera toujours temporaire. La société a vocation à rentrer dans le rang, si l'on peut ainsi s'exprimer, et en particulier à redevenir opérable dans les conditions du droit commun.

C'est aux statuts qu'il appartient de fixer une durée aux actions de préférence. Le régime français rejoint ainsi la pratique américaine des *sunset clauses*. Mais cette liberté est encadrée. La loi impose une durée maximum, sans rigueur excessive : dix années (le HCJP avait proposé sept ans, la règle anglaise dit cinq ans). Et elle permet un renouvellement pour une durée supplémentaire n'excédant pas cinq ans, les titulaires d'actions de préférence ne participant pas au vote et étant exclus pour le calcul du quorum.

29. Le deuxième cas de conversion des actions de préférence en actions ordinaires est l'ouverture à l'encontre de la société cotée d'une procédure de redressement judiciaire ou de liquidation judiciaire. La règle se justifie aisément. Les titulaires d'actions de préférence, qui seront la plupart du temps les contrôleurs de la société, ne sont sans doute pas étrangers à son échec. Et il convient de leur retirer leur « pouvoir de nuisance » dans la conduite des procédures d'insolvabilité.

30. Enfin, les droits de vote multiples prennent fin en cas de transfert de propriété des actions auxquelles ils sont attachés. Ici aussi, il s'agit d'une pierre importante dans la construction d'ensemble : les actions de préférence ne sont pas inaliénables, mais le privilège, quant à lui, n'est pas cessible. Cela répond à l'idée d'une création *intuitu personae* de l'action de préfé-

12 L. n° 2014-384, 29 mars 2014, visant à reconquérir l'économie réelle.

rence (d'ailleurs, quand l'action de préférence appartient à une personne morale, le changement de son contrôle emporte perte des droits de vote multiples). Cela confirme également que le titulaire de l'action de préférence n'a pas vocation à monnayer son privilège. On regrette simplement, d'un point de vue technique, une certaine maladresse de rédaction. L'expression « transfert de propriété », employée initialement, couvrait les transferts par voie de succession, de liquidation de communauté ou de donation entre vifs, énumérés ensuite ; il y a donc redondance. Il aurait sans doute été préférable de distinguer transferts de propriété à titre particulier et transferts universels de patrimoine. Cela aurait permis de faire un sort aux fusions et opérations apparentées, alors que l'on est conduit à se raccrocher à l'hypothèse de la dissolution de la personne morale titulaire des actions de préférence, également visée au texte (mais il n'y a pas dissolution en cas d'apport partiel d'actif ou dans la nouvelle scission partielle). Ces défauts sont cependant véniels.

31. Un peu comme dans l'hypothèse des résolutions soustraites aux droits de vote multiples, l'extinction de ces droits laisse place au droit de vote double.

L'acquéreur des actions de préférence, qui supporte leur conversion en actions ordinaires, bénéficie en effet d'un droit de vote double si les conditions prévues aux articles L. 225-123 et L. 22-10-46 du Code de commerce sont réunies (ce qui, on l'a vu, sera fréquemment le cas). Surtout, il est alors « tenu compte de la durée de l'inscription au nom du titulaire des actions de préférence converties en actions ordinaires » (C. com., art. L. 22-10-46-1, III, dernier al.). La règle est généreuse et cadre mal avec le fondement habituellement reconnu au droit de vote double (la récompense d'une fidélité).

32. La loi n° 2024-537 du 13 juin 2024, dans ses dispositions relatives aux droits de vote multiples, honore le droit français. Au fond, elle lui permet d'être au diapason des systèmes juridiques les plus avancés. Techniquement elle est, sinon irréprochable, du moins de très bonne facture. La méthode suivie n'y est peut-être pas pour rien. D'abord une préparation par les meilleurs experts de la Place. Ensuite un travail parlementaire de qualité, non parasité par des postures politiques qui n'ont pas leur place en cette matière. On aimerait croire que ce modèle puisse être suivi plus souvent.

Vent de liberté sur les augmentations de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription BJB201z3

Stéphane TORCK

Professeur à l'université Paris-Panthéon-Assas

Olivier DE VILMORIN

Avocat aux barreaux de Paris et de New-York

Associé, Sullivan & Cromwell LLP

Le droit des augmentations de capital n'avait pas fondamentalement évolué depuis l'importante réforme opérée par l'ordonnance du 24 juin 2004. La loi *Attractivité* vient apporter une nouvelle pierre à l'édifice des augmentations de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription et facilitera ainsi le financement des PME et ETI cotées sur le marché français.

L. n° 2024-537, 13 juin 2024, visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France : JO, 14 juin 2024

1. Au mois de février 2024, l'Observatoire du financement des entreprises par le marché (OFEM) publiait, à point nommé, un rapport sur la « Dynamique du financement des entreprises introduites en bourse sur

la période 2010-2021 »¹. La cartographie élaborée par l'OFEM concernant le financement des entreprises par voie d'augmentation de capital en numéraire, post-introduction en bourse, mérite que l'on s'y arrête

NDLR : Sur la loi *Attractivité*, v. également BJB sept. 2024, n° BJB201y6, éditorial S. Torck ; BJB sept. 2024, n° BJB201y5, propos introductifs, H. Synvet et S. Torck ; BJB sept. 2024, n° BJB201z2, note H. Synvet ; BJB juill. 2024, n° BJB201v9, éditorial A. Gaudemet ; BJS sept. 2024, n° BJS203j4, note C. Coupet.

1 OFEM, « Dynamique du financement des entreprises introduites en bourse sur la période 2010-2021 », avec B. de Séverac, E. Boutron et C. Barrédy, université Paris-Nanterre, févr. 2024 : <https://lext.sofm4LBh>.

quelque peu. Même si les données consolidées dans ce rapport ne sont pas actualisées, elles reflètent toutefois des tendances de fond que les trois années écoulées ne semblent pas significativement démentir.

Sous cet angle, le rapport est riche d'enseignements sur la répartition de ces opérations, classées en offres publiques / placements privés et offres réservées / *Equity Lines*, en fonction des montants collectés, du type d'entreprises y ayant recours ainsi que des secteurs d'activité auxquels elles appartiennent, de même enfin que du type de marché sur lequel leurs titres sont admis.

2. On y apprend que les offres au public (qui ne sont pas adressées à des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs), d'un côté, et les offres par voie de placement privé et les offres réservées (les offres fermées), de l'autre, cumulent des montants collectés assez comparables (2 764 M€ pour la première catégorie et 2 723 M€ pour la seconde), tandis que les *Equity Lines* ne représentent, sur la même période 2010-2021, que 149 M€.

Sur un total de 5 636 M€ levés, la part collectée de loin la plus importante, soit 70 %, l'a été par des petites et moyennes entreprises (PME), 13 % par des entreprises de taille intermédiaire (ETI) et 10 % par des grandes entreprises, le reliquat ayant été levé par des micro-entreprises. 57 % des montants collectés le sont par des sociétés du secteur de la santé, 18 % par des sociétés du secteur de l'industrie et seulement 4 % et 3 % par des sociétés, respectivement, du secteur des technologies de l'information et des services de communication. Quant au type de marché concerné, 76 % des montants collectés l'ont été sur le marché réglementé – sans qu'il n'ait été procédé à une ventilation par compartiment –, les 24 % restants l'ayant été sur Euronext Growth.

Plus dans le détail, s'agissant des augmentations de capital par voie d'offre au public (exception faite des placements privés), les PME sont encore les plus représentées, avec 54 % des montants collectés, avec une part plus significative d'ETI (25,4 %). Le marché réglementé est, sans surprise, le plus représenté (77 %), tandis que l'essentiel des montants collectés l'était par des entreprises du secteur de la santé (39 %), de l'industrie (22 %) et des *Utilities* (énergie et eau). S'agissant ensuite des offres par placement privé et des offres réservées, les PME sont celles qui y ont eu le plus massivement recours puisqu'elles ont représenté 86 % des montants collectés (contre 8 % pour les micro-entreprises, 0 % pour les ETI et seulement 6 % pour les grandes entreprises), principalement sur le marché réglementé (76 %), avec, en tête, les entreprises du secteur de la santé (74 %) et de l'industrie (15 %). Quant aux opérations d'*Equity*

Lines, elles sont le fait, quasi exclusivement, de PME (95 %) du secteur de la santé (87 %).

3. Il ressort de ce rapport deux enseignements principaux. En premier lieu, le secteur de la Bio-Tech / Med-Tech est celui qui, sur la période considérée, a manifesté les plus grands besoins en capitaux propres, représentant 57 % des montants collectés sur cette période. En second lieu, les offres par placement privé et les offres réservées représentent près de la moitié des capitaux collectés sur le marché français et constituent, de loin, le mode principal de financement des PME. En effet, les offres au public et les offres par voie de placement privé et les offres réservées (les offres fermées) cumulent des montants collectés assez comparables (2 764 M€ pour la première catégorie et 2 723 M€ pour la seconde), tandis que les *Equity Lines* ne représentent, sur la même période, que 149 M€. Sur ce total de 5 636 M€ levé, la part collectée la plus importante, soit 70 %, l'a été par des petites et moyennes entreprises (PME), 13 % par des entreprises de taille intermédiaire (ETI) et 10 % par des grandes entreprises.

4. Dans un contexte où l'accès et le recours au financement par les marchés financiers entendent être mieux favorisés au profit des PME à l'échelon européen, ce dont témoigne l'adoption récente, par le Parlement européen, du *Listing Act Package*² ; dans un contexte, également, où le libéralisme dont fait preuve le droit néerlandais tend à devenir un problème de fond pour l'attractivité de la Place financière de Paris par rapport à celle d'Amsterdam, trois pistes ont été mises à l'étude :

- l'accroissement des capacités des sociétés émettrices à recourir à des augmentations de capital offertes à des investisseurs qualifiés ;
- l'assouplissement des conditions de mise en œuvre des augmentations de capital réservées à une ou plusieurs personnes dénommées (offres réservées) ;
- la libéralisation de la fixation du prix d'émission des augmentations de capital par voie d'offre au public.

5. Sachant que, sur tous ces points, le droit néerlandais n'encadre pas spécifiquement les augmentations de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription, le système étant tout entier construit autour du concept de capital autorisé et des limites que les statuts auraient pu prévoir, étant précisé que le nombre de titres nouvellement admis aux négociations dans les opérations de placements privés ne peut pas dépasser 20 % du capital sur douze mois glissants. La loi n° 2024-537 du 13 juin 2024 visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la

² Ces textes doivent encore être promulgués puis publiés au JOUE, ce qui devrait intervenir au dernier trimestre 2024.

France améliore dans ces directions le droit français des augmentations de capital, s'attachant également, à la marge seulement, à modifier le régime des augmentations de capital en nature par le seul rehaussement du plafond des délégations visées à l'article L. 22-10-53 du Code de commerce.

I. Le régime des augmentations de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription

6. Relèvement du plafond de 20 à 30 % du capital social par an des augmentations de capital offertes à des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs (C. com., art. L. 225-136, 2°). Jusqu'à l'entrée en vigueur de l'ordonnance du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne³, le droit français ne connaissait que deux formes d'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription : les augmentations de capital par voie d'appel public à l'épargne, régies par l'article L. 225-136 du Code de commerce, et les augmentations de capital réservées, que ce soit à des personnes nommément désignées ou à des catégories de personnes répondant à des caractéristiques déterminées, régies par l'article L. 225-138 du même code. Il n'y avait donc pas de place pour les émissions sans indication de bénéficiaires (au jour où l'assemblée générale extraordinaire était appelée à statuer), réalisées au profit d'investisseurs institutionnels, lesquels ne viennent pas former, *per se*, une catégorie, au sens de l'article L. 225-138. Situation préjudiciable tandis que la population des investisseurs institutionnels formait déjà, à l'époque, une source potentiellement importante de financement au profit des PME ou des ETI pour qui l'accès à l'épargne publique n'était pas chose évidente ; situation paradoxale, également, puisque la notion de placement privé était déjà parfaitement connue de la réglementation française. L'ordonnance de 2009 aura utilement remédié à ce défaut, qui cachait mal la défiance vis-à-vis des augmentations de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription. C'est ainsi que l'article L. 225-136 fut modifié pour prévoir que l'émission de titres de capital, réalisée par une offre adressée à des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs, est autorisée mais limitée à 20 % du capital social par an. Ce plafond d'émission avait été conçu pour limiter l'empreinte du placement privé et de ses acteurs sur le financement des sociétés émettrices mais aussi, et surtout, pour limiter l'effet dilutif mal maîtrisé, pour les actionnaires en place, du recours à ce type d'augmentation de capital.

Mais considération prise de ce que, manifestement, l'épargne publique, pas plus que les actionnaires en place, n'ont la capacité suffisante de fournir aux PME de croissance les capitaux dont celles-ci ont besoin, ce dont attestent, en partie au moins, les statistiques fournies par l'OFEM, le relèvement du seuil de 20 à 30 % apparaît bienvenu. Répondant ainsi aux vœux qu'avait formulés Paris Europlace, dans son rapport de 2021 sur « L'attractivité pour les émetteurs »⁴.

7. Instauration d'une délégation de pouvoir dans les augmentations de capital réservées à une ou plusieurs personnes nommément désignées au profit des seules sociétés cotées, dans la limite de 30 % du capital social par an (C. com., art. L. 22-10-52-1, nouv.). L'article L. 225-138 du Code de commerce prévoit que l'assemblée générale qui décide l'augmentation du capital peut la réserver à une ou plusieurs personnes nommément désignées, ce qui implique que cette désignation soit faite par l'assemblée générale elle-même. Dans son rapport établi sous l'égide du Club des Juristes, le groupe de travail sur les *Special Purpose Acquisition Companies* (SPAC) avait préconisé que soit envisagée la possibilité pour l'assemblée générale extraordinaire de déléguer au conseil d'administration ou au directoire le pouvoir de désigner la ou les personnes bénéficiaires de l'augmentation de capital, dans la limite de 30 % du capital par an⁵. En effet, au moment du *de-SPAC*, à savoir « l'acquisition » de la cible, lorsque la modalité retenue est celle de la cession des actions de la cible – plutôt que celle d'un apport ou d'une fusion –, une augmentation de capital est souvent rendue nécessaire pour financer cette cession. Or à l'époque où le groupe de travail avait rendu son rapport et émis sa recommandation, le plafonnement à 20 % du capital par an des émissions par placement privé et, plus largement, l'encadrement de la fixation du prix des émissions par voie d'offre au public (le prix d'émission devant être au moins égal à la moyenne pondérée des cours des trois dernières séances de Bourse, éventuellement diminuée d'une décote maximale de 10 %, conformément à l'article R. 22-10-32 du Code de commerce), pouvaient rendre difficile la levée de fonds. Pour contourner ces contraintes de volume et/ou de prix, la voie de l'augmentation de capital réservée à une ou plusieurs personnes nommément désignées demeurait, en théorie, ouverte mais était en pratique condamnée par la nécessité, pour

³ Ord. n° 2009-80, 22 janv. 2009, relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière.

⁴ Paris EUROPLACE, Émetteurs : Le choix de la Place de Paris, Collège Entreprises Paris EUROPLACE, rapport du Groupe de travail – Attractivité pour les Émetteurs, juin 2021, p. 23 : <https://lex.so/OQFSTJ>.

⁵ Club des Juristes, « Paris : place financière en première ligne pour les SPAC », déc. 2021. O. de Vilmorin, « Attractivité de la Place de Paris : "nous proposons des réformes de plus grande envergure, qui iraient au-delà des SPAC" », BJB janv. 2022, n° BJB200m7.

l'assemblée générale, de désigner elle-même cette ou ces personnes.

8. Alors certes, les SPAC ont depuis lors fait long feu, la loi du 13 juin 2024 a relevé le plafond d'émission par placement privé de 20 à 30 % du capital par an et la règle de fixation du prix des émissions par voie d'offre au public a été supprimée, nous y reviendrons. Il n'en demeure pas moins que parmi la ou les personnes pressenties pour participer à une « offre fermée », toutes ne sont pas nécessairement des investisseurs qualifiés au sens de l'article 2, paragraphe e), du règlement *Prospectus*⁶, à l'effet de fermer la voie du « placement privé ». Par ailleurs, à considérer, en présence d'un unique investisseur pressenti, que celui-ci soit un investisseur qualifié, on n'omettra pas de relever que selon l'article L. 225-136, 2°, du Code de commerce, l'émission de titres de capital réalisée par une offre visée au 1 de l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier est, selon cette dernière disposition, une offre de titres financiers qui s'adresse exclusivement à un cercle restreint d'investisseurs agissant pour compte propre ou à des investisseurs qualifiés. Or, d'une part, la sollicitation d'un seul investisseur ne permet certainement pas de se prévaloir du cercle composé d'une pluralité de ceux-ci, *a fortiori* lorsque cet unique investisseur est un investisseur qualifié. D'autre part, si l'offre n'est pas faite à un cercle restreint d'investisseurs, elle l'est alors à des investisseurs qualifiés, l'emploi du pluriel ayant toujours laissé en suspens la question de la validité d'une émission négociée, voire placée, auprès d'un seul investisseur.

9. C'est dire si le nouvel article L. 22-10-52-1 du Code de commerce trouve sa place dans le dispositif des augmentations de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription ; une place certes résiduelle mais qui pourra avoir son utilité au profit des sociétés de croissance, dans la configuration particulière où le conseil d'administration ou le directoire aurait besoin de temps pour identifier un ou plusieurs investisseurs potentiels, tandis que l'assurance pourrait, dans le même temps, leur être donnée que l'accord des actionnaires a d'ores et déjà été obtenu, le cas échéant aux conditions particulières fixées par eux en assemblée générale extraordinaire : « Dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation soumis au II de l'article L. 433-3 du Code monétaire et financier, lorsque l'augmentation de capital est réservée à une ou à plusieurs personnes nommément désignées, l'assemblée générale extraor-

dinaire peut déléguer au conseil d'administration ou au directoire le pouvoir de les désigner, dans la limite de 30 % du capital social par an ».

10. Cette délégation est une délégation de pouvoir et non pas de compétence (tandis que dans la proposition faite par le groupe de travail sur les SPAC, il était question de délégation de compétence) : l'assemblée générale extraordinaire est donc seule compétente pour décider de supprimer le droit préférentiel de souscription au profit de personnes nommément désignées, le soin étant laissé au conseil d'administration ou au directoire de désigner cette ou ces personnes.

11. Le nouvel article L. 22-10-52-1 est demeuré muet sur la durée de cette délégation⁷. On pourrait songer à appliquer le délai de dix-huit mois, prévu à l'article L. 225-138, III, du Code de commerce, pour la mise en œuvre des augmentations de capital à des catégories de personnes pour lesquelles le soin a été laissé au conseil d'administration ou au directoire de dresser la liste des bénéficiaires, mais probablement aurait-il fallu pour cela que l'article L. 22-10-52-1 dérogeât à l'article L. 225-138, en ce que celui-ci réserve à la seule assemblée générale extraordinaire le droit de désigner les bénéficiaires des augmentations de capital réservées à des personnes nommément désignées. C'est donc bien plutôt le délai de cinq ans, prévu à l'article L. 225-129, alinéa 2, du Code de commerce qui s'applique, lequel d'ailleurs, s'il réserve le jeu du délai de vingt-six mois, propre aux délégations de compétence, et celui de dix-huit mois, prévu à l'article L. 225-138, ne vise jamais l'article L. 22-10-52-1 et pour cause, celui-ci ne fixant lui-même aucun délai. C'est peu dire qu'un délai de cinq ans est en pratique fort long, considération prise du contexte particulier dans lequel l'article L. 22-10-52-1 a vocation à être déployé, mais au moins cette omission présente-t-elle le mérite de ne pas neutraliser l'intérêt du recours à la délégation de pouvoir nouvellement instaurée.

12. Cette délégation méritait d'obéir à un régime particulier, protecteur des intérêts des actionnaires, lesquels perdent la main sur la désignation des bénéficiaires de l'augmentation de capital. Dans son rapport sur les SPAC, le groupe de travail avait considéré que trois protections méritaient d'être offertes.

13. La première devait conduire à prévenir et à gérer tout conflit d'intérêts au sein de l'organe délégataire, lorsqu'un membre du conseil d'administration ou du directoire figure parmi les investisseurs susceptibles d'être désignés en qualité de bénéficiaires de l'augmentation de capital. En ce cas, cette personne ne peut

6 PE et Cons. UE, règl. n° 2017/1129, 14 juin 2017, concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé.

7 Dans la proposition faite par le groupe de travail sur les SPAC, il était entendu que s'agissant d'une délégation de compétence, le délai de 26 mois de l'article L. 225-129-2 du Code de commerce recevait application, ceci sans que la précision n'ait à être apportée.

prendre part ni aux délibérations ni au vote du conseil ou du directoire sur l'opération. Comprenons : soit cette personne prend part aux délibérations et au vote sur l'opération et elle ne peut pas être désignée ; soit, étant pressentie, elle n'y participe pas et peut être désignée. En ce dernier cas, le rapport préconisait que la procédure des avantages particuliers n'était pas applicable. Cette proposition est reprise par le deuxième alinéa du nouvel article L. 22-10-52-1 : « Si elle est administrateur ou membre du directoire, la personne nommément désignée ne peut prendre part ni aux délibérations ni aux votes du conseil d'administration ou du directoire sur l'opération. La procédure prévue aux articles L. 225-147 et L. 22-10-53 du présent code n'est pas applicable ».

14. La seconde mesure devait conduire à encadrer le prix de l'émission. Le groupe de travail sur les SPAC avait proposé que le prix soit fixé par le conseil d'administration ou le directoire selon les modalités prévues par décret en Conseil d'État, lequel aurait, le cas échéant, repris la règle de fixation du prix de l'article R. 22-10-32 du Code de commerce, avec cette particularité qu'était envisagée la possibilité d'une décote supérieure à 10 %, sous la condition toutefois, en ce cas, que soit désigné un expert indépendant qui applique les dispositions du règlement général de l'Autorité des marchés financiers sur l'expertise indépendante.

Le nouvel article L. 22-10-52-1 se contente de prévoir que « Le prix d'émission des actions est fixé par le conseil d'administration ou le directoire, selon des modalités prévues par décret en Conseil d'État », sachant que le nouveau dispositif devait entrer en vigueur le 14 septembre 2024 en l'absence de décret prévoyant une date différente. Un tel décret n'a pas été pris, pas plus que celui censé fixer les modalités de fixation du prix d'émission, laissant ainsi, pour l'heure, le nouveau dispositif inapplicable.

15. La troisième mesure, qui était empruntée à l'article L. 225-138 et aux augmentations de capital à certaines catégories de personnes, consistait à assurer la bonne information des actionnaires post-augmentation de capital, en exigeant du conseil d'administration ou du directoire qu'il établisse un rapport complémentaire à la prochaine assemblée générale ordinaire, certifié par les commissaires aux comptes, décrivant les conditions définitives de l'opération. Cette mesure est reprise par le nouvel article L. 22-10-52-1.

16. **Relèvement du plafond de 10 à 20 % du capital social des délégations de compétence dans les opérations d'augmentation de capital par apport en nature de titres qui ne relèvent pas de l'article L. 22-10-54 du Code de commerce (C. com., art. L. 22-10-53, mod.).** On se souvient que l'ordon-

nance du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions avait prévu⁸, dérogeant de la sorte au principe posé par l'article L. 225-147 du Code de commerce selon lequel, dans les augmentations de capital par apport en nature, il appartient à l'assemblée générale extraordinaire, lorsqu'elle approuve l'évaluation des apports, de constater la réalisation de l'augmentation du capital, que « L'assemblée générale extraordinaire d'une société dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé peut déléguer, pour une durée maximale de vingt-six mois, au conseil d'administration ou au directoire les pouvoirs nécessaires à l'effet de procéder à une augmentation de capital, dans la limite de 10 % de son capital social, en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la société et constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, lorsque les dispositions de l'article L. 22-10-54 ne sont pas applicables ». Règle qui figure aujourd'hui à l'article L. 22-10-53 du Code de commerce. La délégation, qui n'est pas de pouvoir mais de compétence⁹, permet ainsi aux organes de direction ou d'administration d'une société cotée sur un marché réglementé de procéder, avec toute la flexibilité voulue, à des opérations de croissance externe dès lors que, principalement, les titres qui lui sont apportés ne le seraient pas dans le cadre d'une offre publique d'échange ou ne seraient pas cotés. La loi du 13 juin 2024 relève ce plafond de 10 à 20 % du capital, augmentant ainsi la marge de manœuvre du conseil ou du directoire. Le législateur aurait également pu, en sus, se pencher sur l'augmentation du plafond d'actions auto-détenues pouvant être utilisées pour financer des opérations de croissance externe, aujourd'hui fixé par l'article L. 22-10-62 à 5 %, ce qui est bien peu.

II. La fixation du prix d'émission dans les augmentations de capital par voie d'offre au public réalisées par les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé

17. Jusqu'à la réforme opérée par la loi du 13 juin 2024, et ce depuis l'ordonnance du 24 juin 2004 ayant abandonné la règle dite « des dix parmi les

⁸ Ord. n° 2004-604, 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.

⁹ A. Couret et H. Le Nabasque, *Valeurs mobilières – Augmentations de capital. Nouveau Régime*, 2004, éd. Francis Lefebvre, n°s 343 et s.

vingt »¹⁰, les règles de fixation du prix des augmentations de capital par voie d'appel public à l'épargne puis par la voie de l'offre au public (en ce compris auprès d'investisseurs qualifiés ou d'un cercle restreint d'investisseurs) se déclinaient en un principe et une exception.

Le principe, qui figurait aux articles L. 22-10-52, alinéa 1, et R. 22-10-32 : dans la mesure où les titres de capital à émettre de manière immédiate ou différée leur sont assimilables, le prix d'émission de titres de capital sans droit préférentiel de souscription est au moins égal à la moyenne pondérée des cours des trois dernières séances de bourse précédant le début de l'offre au public – ce que l'on appelait communément la règle VWAP 3 jours –, éventuellement diminuée d'une décote maximale, initialement de 5 % puis de 10 %.

L'exception, qui figurait à l'article L. 22-10-52, alinéa 2, destinée à permettre les émissions dites en continu ou *Equity Lines* : dans la limite de 10 % du capital social par an, l'assemblée générale extraordinaire peut autoriser le conseil d'administration ou le directoire à fixer le prix d'émission selon des modalités qu'elle détermine au vu d'un rapport du conseil d'administration ou du directoire et d'un rapport spécial du commissaire aux comptes.

18. Sitôt la réforme de 2004 opérée, certains avaient fait remarquer que si l'adoption de la règle VWAP 3 jours constituait un progrès notable, celle-ci n'était pas pleinement satisfaisante : un marché baissier ou fortement volatil pendant la période de placement et la construction du livre d'ordres peut rendre impossible la fixation du prix selon les termes de l'article R. 22-10-32¹¹. Plus d'une décennie plus tard, Paris Europlace avait préconisé que soit retenue une référence plus courte d'un jour aux séances de Bourse précédant la fixation du prix d'émission, voire que soit

laissée aux organes d'administration ou de direction la liberté de fixer eux-mêmes le prix de l'émission¹².

19. La loi du 13 juin 2024 va dans cette direction, en supprimant la contrainte de la règle VWAP 3 jours mais en laissant toutefois le soin à l'assemblée générale extraordinaire de décider si elle compte ou non déléguer au conseil d'administration ou au directoire le pouvoir de fixer librement le prix de l'émission. Selon l'article L. 22-10-52, en effet, « Par dérogation au deuxième alinéa de l'article L. 225-136, pour les sociétés dont les titres de capital sont admis aux négociations sur un marché réglementé et dans la mesure où les titres de capital à émettre de manière immédiate ou différée leur sont assimilables, le prix d'émission de titres de capital sans droit préférentiel de souscription par une offre au public peut, sur délégation de l'assemblée générale extraordinaire, être librement fixé par le conseil d'administration ou le directoire ». Au vrai, deux configurations sont pratiquement envisageables : soit l'assemblée générale encadre la fixation du prix par le conseil d'administration ou le directoire, en exigeant le respect d'une ou de plusieurs méthodes, soit elle les laissera entièrement libres de la meilleure méthode à employer.

20. Dans cette dernière hypothèse, la responsabilité du conseil d'administration ou du directoire en ressortira accrue, ceux-ci devant veiller à ne pas pratiquer une décote telle que celle-ci viendrait diluer abusivement les actionnaires en place, au risque sinon de devoir en rendre compte¹³. Mais après tout, cette liberté n'est pas inédite et a même été éprouvée par certains émetteurs dans la limite de 10 % du capital par an, en application de l'ancien article L. 22-10-52, alinéa 2. De quoi justifier amplement que l'exception d'hier soit devenue le principe d'aujourd'hui, à la discrétion de l'assemblée générale extraordinaire et à charge pour le conseil d'administration ou le directoire d'être toujours en mesure de justifier le prix retenu.

10 Sur laquelle P.-Y. Chabert, « Les augmentations de capital après l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales », BJS août 2004, n° 209, p. 1023 et s. ; A. Couret et H. Le Nabasque, *Valeurs mobilières – Augmentations de capital. Nouveau Régime*, 2004, éd. Francis Lefebvre, n° 267 et s.

11 P.-Y. Chabert, « Les augmentations de capital après l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales », BJS août 2004, n° 209, p. 1023 et s.

12 Paris EUROPLACE, Émetteurs : Le choix de la place de Paris, Collège Entreprises Paris EUROPLACE, rapport du Groupe de travail – Attractivité pour les Émetteurs, juin 2021, p. 23 : <https://ltext.so/OQFSTJ>.

13 D. Bompoint, « La règle des dix parmi les vingt », Actes prat. ing. sociétaire 2004, n° 28 et s.