


Revue des sociétés


Revue des sociétés 2004 p. 579

Le nouveau droit commun des valeurs mobilières donnant accès au capital  (1)


Bernard Grelon, Professeur à l'Université de Paris IX (Parsi-Dauphine)



L'essentiel


L'ordonnance du 24 juin 2004, inspirée des travaux communs du MEDEF, de l'AFEP et de l'ANSA, a entendu simplifier et unifier le régime des valeurs mobilières. En particulier, elle a créé une nouvelle catégorie de titres, « les titres donnant accès au capital » d'une société, qui regroupe les valeurs mobilières composées et complexes existantes et qui rend possible la création de toutes sortes de valeurs mobilières permettant d'accéder, à terme, au capital d'une société. L'ordonnance, qui valide l'innovation des émetteurs, fixe un régime légal uniforme pour l'ensemble de ces titres, au caractère très largement supplétif, le contrat d'émission permettant de déroger à de nombreuses règles légales. Enfin, l'ordonnance, en réunissant les porteurs de ces différents titres dans des masses, en fonction de la nature des titres, a cherché à protéger les porteurs et a donné des interlocuteurs uniques (les représentants de la masse) aux dirigeants des émetteurs, de nature à rendre plus facile l'évolution du contrat d'émission et la réalisation d'opérations financières nouvelles réglementées.


1. Les valeurs mobilières, dont la disparition était annoncée au profit des « instruments financiers »  (2), renaissent et s'enrichissent de nouvelles catégories.

2. L'ordonnance du 24 juin 2004, portant réforme du droit des valeurs mobilières, dont l'objet est de simplifier et unifier le régime des valeurs mobilières et des augmentations de capital, institue à côté des actions, renommées titres de capital, et des obligations, une catégorie nouvelle, bicéphale au demeurant : les valeurs mobilières donnant accès au capital ou à des titres de créances.

3. Ce texte était attendu : « La législation antérieure émanait d'un ensemble de textes rédigés à des époques successives, éclatés entre le code de commerce et le code monétaire et financier, qui ont conduit à une législation complexe, confuse et parfois incohérente [...] »  (3).

Les organisations professionnelles réclamaient une réforme  (4). Un rapport comportant un projet de texte a ainsi été élaboré conjointement par l'AFEP, l'ANSA et le MEDEF  (5).

L'ordonnance du 24 juin 2004  (6) a répondu à ces attentes et s'est largement inspirée de ce projet.

4. Son originalité réside dans l'effort méthodologique qu'elle manifeste  (7). Elle a cherché à définir et classer, reprenant, en cette année du bicentenaire du code civil, une méthode chère à la tradition juridique et qui paraissait abandonnée au profit d'un éclectisme descriptif. Le gouvernement a renoncé à une réglementation au cas par cas, diversifiée et descriptive au profit d'un régime de base homogène et susceptible, espère-t-on, d'englober tous les produits financiers que les besoins de financement feront surgir.

5. Le texte, s'il s'inscrit ainsi dans un mouvement incessant de rénovation du droit des sociétés, est d'une inspiration assez différente de celle des textes les plus récents qui l'ont précédé.

6. Il met, en effet, beaucoup plus l'accent sur la création d'instruments destinés à faciliter les montages imaginés par les opérateurs pour mettre en place de nouveaux produits financiers que sur la protection des actionnaires et, plus généralement, de l'épargne publique. De même, la plupart de ses dispositions présentent un caractère supplétif, les émetteurs pouvant, dans le contrat d'émission, déroger aux règles légales.

7. Ce libéralisme comporte cependant une limite et suscite une interrogation. La limite tient à la forme rédactionnelle. La liberté de création de valeurs mobilières est étendue mais elle s'inscrit dans un texte qui, implicitement, se présente comme un texte d'exception, tout ce qui n'est pas rendu possible par l'ordonnance étant interdit.

8. L'interrogation porte sur la cohésion du droit des sociétés. L'ordonnance, sans doute en raison de ses sources d'inspiration, renforce singulièrement la position des émetteurs et de leurs dirigeants. Ce caractère a été souligné par les professionnels de la défense des minoritaires qui y ont vu un recul législatif remettant en cause les évolutions récentes imposant aux sociétés et à leurs dirigeants des exigences de transparence et les soumettant au contrôle constamment renforcé des différents organes de contrôle que l'on importe volontiers lorsque on n'a pas su les imaginer.

9. Au-delà de cette observation il semble que ce dualisme, qui ne se réduit pas au dualisme des sources du droit gouvernemental, ministère de l'Economie et ministère de la Justice, ne soit que la manifestation du caractère dual de la notion d'action. Droit dans la société, l'action est envisagée, dans notre système juridique, du côté de l'actionnaire souverain à l'image du citoyen dans la sphère politique. L'assemblée d'Eurotunnel a manifesté clairement la force de cette imagerie. Envisagée comme un bien doté de valeur et susceptible d'échange, l'action est un produit financier, objet d'un marché. La préoccupation est alors non plus celle de l'actionnaire mais celle du marché, de son développement et de la satisfaction des opérateurs, émetteurs, banques et investisseurs. Le souci devient alors celui du meilleur produit, qui offre la plus grande souplesse et les meilleures performances. La règle de droit doit ainsi fournir les meilleurs instruments, c'est-à-dire les plus souples, pour développer de nouveaux produits. Elle est d'ailleurs confrontée directement aux autres systèmes juridiques qui peuvent offrir de meilleurs instruments. Le choix de places financières étrangères à l'occasion de la création de valeurs mobilières complexes dont on ne pouvait être certain qu'elles étaient permises en droit français, fait ressortir cette situation.

10. Les valeurs mobilières donnant accès au capital, qui relèvent seules de cette étude, et qui sont régies par la sous-section 2 de la section 5 de l'ordonnance du 24 juin 2004 portant réforme du droit des valeurs mobilières existaient déjà sous le nom de valeurs mobilières composées. Elles étaient inscrites expressément dans la loi ou imaginées, au-delà du texte, par les praticiens soucieux d'adapter leurs produits financiers à des marchés parfois languissants et aux besoins (exigences) des émetteurs désireux de financements adaptés.

11. La nouveauté des dispositions de l'ordonnance, en cette matière, ne réside pas, pour l'essentiel, dans la liberté de création de ces valeurs mobilières qui trouve, elle, son origine dans la loi du 14 décembre 1985. Ce texte avait ainsi affirmé la possibilité de créer « les valeurs mobilières ouvrant droit de façon différée, à l'attribution de titres représentant une quotité du capital social ».

Mais ce texte ne permettait pas de couvrir les valeurs mobilières « complexes » ouvrant droit à une fraction de capital déjà créé et ne s'appliquait pas aux valeurs mobilières composées bénéficiant d'un régime spécifique telles que les obligations à bon de souscription d'action, les obligations convertibles en actions et les obligations échangeable en actions. Il était source d'incertitude et faisait douter de la sécurité juridique des produits financiers élaborés.

12. C'est à ce souci que répond l'ordonnance du 24 juin 2004.

Ce texte unifie les différents régimes applicables aux valeurs mobilières composées ou complexes en les organisant autour de la notion de valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créances. Cette unification permet d'harmoniser les règles d'émission et d'organiser la protection des porteurs.

Unification et diversification des valeurs mobilières donnant accès au capital
La création d'une catégorie nouvelle générique

13. L'ordonnance « simplifie et unifie le régime d'émission des différentes valeurs mobilières dites composées ou complexes » (8), en supprimant les catégories particulières de titres, et en créant une seule et même catégorie juridique dénommée « valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créances ». Cette catégorie est régie par les articles compris dans la section 6 du chapitre VIII du titre II du livre II du code de commerce.

Ainsi, cette nouvelle catégorie englobe l'ensemble des titres, les unifie et permet l'émission de nouveaux instruments financiers bénéficiant d'un régime juridique unique et défini.

Droit positif avant la réforme

14. Dans la loi du 14 décembre 1985, indépendamment des valeurs mobilières simples, actions et obligations, plutôt que de réglementer, après coup, chaque nouveau produit financier inventé par la pratique, le législateur (9) avait préféré fixer un régime général pour l'émission de ces nouvelles valeurs mobilières composées. Toutefois, cette réglementation ne s'appliquait pas aux valeurs mobilières composées qui étaient déjà soumises à un régime particulier avant cette loi, c'est à dire aux obligations avec bon de souscription d'actions (OBSA), les obligations convertibles en actions (OCA) et les obligations échangeables en actions (OEA), qui sont restés soumises à la réglementation qui leur était spécifique (10).

15. Parmi les autres valeurs mobilières composées, les bons de souscription autonomes (BSA) avaient fait l'objet de dispositions autonomes. Par suite, la pratique avait encore imaginé de nouveaux produits combinant plusieurs mécanismes de conversion, de souscriptions ou autres, telles que les obligations convertibles en actions auxquelles étaient attachées des bons de souscription d'actions.

16. Ainsi, plusieurs questions avaient été soulevées par les intervenants sur les marchés du fait de :

(i) l'existence de régimes différents en fonction des valeurs mobilières composées émises,

(ii) l'existence de régimes différents pour une même valeur mobilière composée,

(iii) l'incertitude quant au régime applicable à certaines valeurs mobilières composées (ex. OBSAR : alors que l'AMF considéraient dans un souci de protection des porteurs, que les OBSAR relevaient du régime spécifique des OBSA, certains estimaient que les OBSAR devaient être soumises au régime des valeurs mobilières composées) (11).

17. Une difficulté en résultait. La rédaction employée selon laquelle les émetteurs pouvaient créer « les valeurs mobilières ouvrant droit de façon différée, à l'attribution de titres représentant une quotité du capital social » laissait entendre que la création de valeurs mobilières non comprises dans la formule employée par la loi du 14 décembre 1985 était interdite. Toutefois, la COB (12) avait considéré que « rien ne s'opposait à la mise en oeuvre de ces formules non prévues par les textes ». Pour autant, cette position ne constituait qu'une opinion autorisée et ne pouvait permettre d'écarter toute critique d'invalidité. En toute hypothèse, ces nouvelles valeurs mobilières n'étaient soumises à aucun régime légal et ne permettaient donc pas aux acteurs économiques de bénéficier de la sécurité juridique requise.

En conséquence, si les différentes réformes du droit des valeurs mobilières ont participé à la création d'une législation comportant des différences non justifiées de régimes applicables.

18. Le texte de l'ordonnance du 24 juin 2004, qui reprend sur de nombreux points un projet de refonte du titre II du code de commerce afin de simplifier et moderniser le droit des valeurs mobilières élaboré par le MEDEF, l'APEF et l'ANSA s'articule autour de deux corps de règles, les articles L. 228-91 à L. 228-97, qui constituent les dispositions générales, suivis des articles L. 228-98 à L. 228-106, qui constituent les dispositions spécifiques aux valeurs mobilières donnant accès au capital. Ces articles L. 228-98 à L. 228-106 ont essentiellement

pour objet d'adapter les anciennes dispositions relatives aux OBSA, aux OCA et aux OEA.

19. Par ailleurs, l'article 11 du projet de décret prévoit que le chapitre V du titre premier du décret du 23 mars 1967 sera complété par une section V intitulée : « Valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créances ou donnant accès au capital » et comprenant les articles 242-8 à 242-16.

20. Dans la mesure où ce nouveau régime reprend pour l'essentiel les dispositions applicables aux valeurs mobilières existantes, il s'applique à compter de l'entrée en vigueur de l'ordonnance, aux diverses valeurs mobilières émises antérieurement, sous réserve du respect du droit des porteurs défini dans le contrat d'émission. Cette solution parfois critiquée (13) a le mérite de hâter la mise en place d'un régime uniforme.

L'ordonnance unifie ainsi le régime d'émission des titres donnant accès ou pouvant donner accès à terme au capital d'un émetteur en supprimant les catégories particulières antérieures au profit d'un régime unique de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de capital ou de titres de créances.

La notion de valeur mobilière donnant accès au capital

21. Cette unification se fait au moyen d'une définition extensive, censée englober toutes les hypothèses envisageables et permettant de regrouper, en les validant, les formules les plus originales créées par la pratique.

Les titres de capital susceptibles d'être attribués

22. Il ne fait pas de doute que les titres de capital susceptibles d'être émis sont aussi bien des actions que des actions de préférence. L'article L. 228-91, alinéa 1^{er}, en visant les titres de capital, englobe ces deux variétés. Or, curieusement, à l'alinéa suivant, le texte, lorsqu'il prévoit l'existence d'un droit de préférence, ne vise que les titulaires d'actions. Il serait sans doute excessif d'en déduire que les titulaires d'actions de préférence ne bénéficient pas d'un droit de préférence. Mais l'usage du mot « actions », tantôt pour désigner exclusivement les actions « ordinaires » tantôt (dans l'intitulé de la section, notamment) dans le sens de titres de capital (actions et actions de préférence), est susceptible de générer des incertitudes.

L'émission de valeurs mobilières donnant accès à des titres existants

23. A la différence de l'ancien article L. 228-91, qui ne visait que les titres « neufs », le texte nouveau prévoit la faculté d'émettre des titres donnant droit à des titres de capital déjà émis et détenus en portefeuille (14). En effet, aux termes de l'article L. 228-91, alinéa 1^{er}, du code de commerce, les sociétés par actions « peuvent émettre des valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance » sans autre précision.

Il est même possible de se demander, à la lecture du texte, si cette faculté ne peut pas aller jusqu'à autoriser l'émission de titres de sociétés tierces autres que les sociétés-mères et filiales, dans la mesure où l'article L. 228-91 ne prévoit plus que l'émission porte sur des titres de la société émettrice.

24. Mais une telle solution susciterait d'importantes difficultés. En premier lieu, il est vraisemblable que la référence au capital vise celui de la société émettrice. En second lieu, les articles L. 228-92 et L. 228-93, qui autorisent de manière limitative et sous des conditions strictes les émissions de titres donnant droit à des actions de sociétés-mère ou de filiales, seraient totalement inutiles, voire dépourvus de cohérence.

Enfin, on comprend mal pourquoi les actionnaires de la société émettrice de titres de créance donnant un droit différé au capital d'une société tierce extérieure au groupe bénéficieraient d'un droit de préférences comme le prévoit pourtant l'alinéa 2 de l'article L. 228-91.

25. Ainsi donc, sous réserve de l'hypothèse visée à l'article L. 228-92, l'émission de valeurs

mobilières donnant droit à des titres de capital d'une société tierce devrait être exclu.

L'impossibilité de convertir des titres de capital en titres de créances

26. Cet élargissement trouve cependant des limites dans l'impossibilité édictée par l'alinéa 4 de l'article L. 228-91 de convertir ou transformer des titres de capital en titres de créance. Cette solution, parfois critiquée ⁽¹⁵⁾, répond au souci légitime, au regard de nos conceptions juridiques, de conserver au capital sa fonction de gage des créanciers et d'éviter concrètement que les actionnaires puissent améliorer leur situation en cas de difficultés aux dépens des créanciers. La portée de cette interdiction est cependant ambiguë. S'il est certain que la conversion de titres de capital existants en titres de créances est impossible, on peut se demander, au vu de la rédaction du texte, si l'interdiction édictée s'étend à la création de titres de capital nouveaux qui pourraient être assortis d'une faculté de conversion en créances. A défaut de sa lettre, la logique du texte conduit cependant à répondre par la négative. Cette impossibilité de conversion ou de transformation est un élément structurel du titre de capital qui ne peut être méconnu à l'occasion de l'émission de valeurs mobilières composées ou complexes.

Les émissions *intra* groupe

27. S'agissant des émissions *intra* groupe, jusqu'à l'entrée en vigueur de l'ordonnance, n'étaient autorisées que les émissions par une filiale de valeurs donnant accès à des titres de la société-mère et non l'inverse.

28. Aujourd'hui, l'ordonnance a « bilatéralisé » cette faculté d'émettre des valeurs mobilières donnant accès au capital de la société-mère, l'article L. 228-93 conférant maintenant à la société-mère la faculté d'émettre des valeurs mobilières donnant accès au capital de sa filiale.

En effet, aux termes de l'article L. 228-93 du code de commerce : « Une société par actions peut émettre des valeurs mobilières donnant accès au capital de la société qui possède directement ou indirectement plus de la moitié de son capital ou de la société dont elle possède directement ou indirectement plus de la moitié du capital. A peine de nullité, l'émission doit être autorisée par l'assemblée générale extraordinaire de la société appelée à émettre ces valeurs mobilières et par celle de la société au sein de laquelle les droits sont exercés, dans les conditions prévues par l'article L. 228-92 ».

29. Ainsi, l'émission doit être autorisée par l'assemblée générale extraordinaire des deux sociétés-mères et filiales concernées, à peine de nullité.

30. Le rapport conjoint de l'AFEP, l'ANSA et le MEDEF ⁽¹⁶⁾, dont se sont inspirés les rédacteurs de l'ordonnance, préconisait quant à lui que l'émission de ces valeurs mobilières devait être autorisée seulement par l'assemblée générale extraordinaire de la société appelée à émettre des titres de capital.

Relevant cette contrainte imposée par l'ordonnance, certains regrettent que ses auteurs n'aient pas adopté purement et simplement la formule proposée par les organisations professionnelles. Il est effectivement possible de noter que l'ordonnance n'opère aucune distinction entre les titres donnant accès au capital existant et ceux donnant accès au capital nouveau ⁽¹⁷⁾. Or, lorsque des obligations échangeables contre des titres existants seront émises, aucune souscription nouvelle des actions de la filiale ne serait nécessaire, puisque l'échange sera réalisé auprès d'un actionnaire délivrant des titres de capital déjà émis en remboursement des obligations. Dès lors, l'intervention de l'assemblée générale extraordinaire de la filiale n'était pas forcément nécessaire.


31. Or, l'article L. 225-92 nouveau dispose que ces émissions sont « autorisées par l'assemblée générale des actionnaires, conformément aux articles L. 225-129 à L. 225-129-6 ». Ces articles, auxquels le texte renvoie, sont consacrés aux augmentations de capital. On pourrait donc estimer que « ce renvoi devrait être interprété comme signifiant que l'AGE n'est requise que pour autant qu'il y ait création d'actions nouvelles » ⁽¹⁸⁾.

32. Toutefois, cette interprétation, envisageable seulement lorsque les actions ne sont pas émises par la filiale lors de l'exercice du droit mais remis à l'échange par un actionnaire existant, peut sembler audacieuse ; elle méconnaît assez directement la volonté des auteurs de l'ordonnance de faire statuer, systématiquement, l'assemblée générale de la société filiale.

Le régime applicable


L'assimilation aux actions

33. L'ordonnance tend à harmoniser le régime d'émission des valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance avec celui des actions. Aux termes de l'article L. 228-92 du code de commerce : « Les émissions de valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance régies par l'article L. 228-91 sont autorisées par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires conformément aux articles L. 225-129 à L. 225-129-6. Celle-ci se prononce sur le rapport du conseil d'administration ou du directoire et sur le rapport spécial du commissaire aux comptes ». C'est donc par référence au régime général qu'est créé le régime spécial des valeurs mobilières composées.

34. La décision de l'assemblée générale extraordinaire d'émettre des valeurs mobilières composées est considérée comme une décision d'augmentation de capital, même si elle est réalisée ultérieurement par l'exercice du droit attaché à ces valeurs mobilières  (19), à laquelle s'appliquent les règles relatives à la délégation des pouvoirs de l'assemblée générale extraordinaire aux organes de direction. En effet, l'article L. 228-92, dans sa nouvelle rédaction, renvoie aux nouveaux articles L. 225-129 à L. 225-129-6 relatifs aux délégations en matière d'augmentation de capital par émission d'actions ordinaires.

35. Pour autant, l'assimilation aux titres de capital ne peut être totale. En raison des spécificités de ces valeurs mobilières, certaines règles spéciales leur sont réservées, notamment l'exigence d'un rapport spécial du commissaire aux comptes.

36. Par ailleurs, les alinéas 3 et 4 de l'article L. 225-149 nouveau du code de commerce disposent que « A tout moment de l'exercice en cours et au plus tard lors de la première réunion suivant la clôture de celui-ci, le conseil d'administration ou le directoire constate, s'il y a lieu, le nombre et le montant nominal des actions créées au profit des titulaires des droits au cours de l'exercice écoulé et apporte les modifications nécessaires aux clauses des statuts relatives au montant du capital social et au nombre des titres qui le composent. Le président du directoire ou le directeur général peut, sur délégation du directoire ou du conseil d'administration, procéder à ces opérations à tout moment de l'exercice et au plus tard dans une limite fixée par décret en Conseil d'Etat ». Ainsi les organes de direction ont pour mission de rendre compte des droits exercés pendant l'exercice par les porteurs de valeurs mobilières composées, de façon à informer l'ensemble des actionnaires de la dilution résultant de l'exercice de ces droits. Ils ont pouvoir pour adapter les statuts à l'exercice de ces droits pour mettre à jour les stipulations statutaires relatives au nombre d'actions composant le capital de la société.

37. Le projet de décret  (20) prévoit que les dirigeants sociaux doivent procéder aux opérations susvisées au plus tard dans le mois qui suit la clôture de l'exercice.


Impossible à mener à son terme, le souci d'assimilation des valeurs mobilières composées et complexes à des titres de capital est facteur de certaines distorsions.

38. Ainsi, dans la mesure où un régime identique est prévu pour les valeurs mobilières donnant droit à des titres de créance, bien que l'on puisse imaginer l'hypothèse où la valeur mobilière primaire serait une obligation et le titre proposé un titre de créance, et donc que l'émission se ferait sans création de titres de capital, il n'en demeure pas moins que, même dans cette situation, l'ordonnance prévoit que la création de cette valeur mobilière doit faire l'objet d'une délibération d'une assemblée générale extraordinaire.

39. Une autre manifestation de cette assimilation impossible aux actions est l'affirmation énoncée à l'article L.228-91, dernier alinéa, selon laquelle « les valeurs mobilières émises en application du présent article ne peuvent être regardées comme constitutives d'une promesse d'action pour l'application du second alinéa de l'article L. 228-10 ». S'il est facile d'admettre que le régime des valeurs mobilières donnant accès au capital et qui constituent donc bien un engagement (une promesse ?) de créer ou d'attribuer des actions ne soit pas celui de la promesse d'actions, même lorsque les actions sont à créer, il est remarquable de prétendre, au seul motif que la promesse s'incorpore dans une valeur mobilière, qu'elle n'est pas une promesse. Il s'agit là d'un bel exemple de fiction juridique, mécanisme classique mais presque oublié de notre droit.


Le régime des valeurs émises


La cession conjointe

40. Le contrat d'émission pourra prévoir que les valeurs mobilières et les titres auxquels elles donnent droit ne pourront être cédés et négociés qu'ensemble  (21).

Dans ce cas, si le titre émis à l'origine est un titre de capital, celui-ci ne constitue pas une catégorie particulière d'action qui obligerait, en application de l'article L. 229-99 du code de commerce, à réunir des assemblées spéciales des titulaires de ces titres.

Durée de vie

41. L'ordonnance supprime les contraintes légales relatives au délai « pour permettre aux émetteurs de les prévoir dans les contrats d'émission et ainsi de les adapter à leurs besoins spécifiques »  (22).

Les émetteurs pourront désormais émettre des valeurs mobilières donnant accès au capital constituées d'éléments d'une durée de vie différente, par exemple, des obligations d'une durée de quatre ans, auxquelles seraient attachés des BSA d'une durée de vie de 8 ou 10 ans  (23).

Une grande liberté est donc laissée aux acteurs du marché afin de créer les valeurs mobilières composées correspondant aux caractéristiques de chacun de leurs projets.

Versement des dividendes


42. En ce qui concerne le régime de suspension de l'obtention d'attribution de titres de capital par exercice du droit attaché aux valeurs mobilières composées, il est unifié et assoupli.

En effet, le nouvel article L. 225-149-1 du code de commerce dispose que : « En cas d'émission de nouveaux titres de capital ou de nouvelles valeurs mobilières donnant accès au capital ainsi qu'en cas de fusion ou de scission de la société appelée à émettre de tels titres, le conseil d'administration ou le directoire peut suspendre, pendant un délai maximum fixé par décret en Conseil d'Etat, la possibilité d'obtenir l'attribution de titres de capital par l'exercice du droit mentionné à l'article L. 225-149. Sauf disposition contraire du contrat d'émission, les titres de capital obtenus, à l'issue de la période de suspension, par l'exercice des droits attachés aux valeurs mobilières, donnent droit aux dividendes versés au titre de l'exercice au cours duquel ils ont été émis ».

43. Cet article reprend en substance l'ancien article L. 225-152 relatif aux OBSA en y apportant une modification concernant les règles relatives au versement du dividende qui deviennent supplétives. En effet, ce n'est qu'en l'absence de disposition contraire du contrat d'émission que les titres de capital obtenus, à l'issue de la période de suspension, donnent droit aux dividendes versés au titre de l'exercice au cours duquel ils ont été émis.

44. Par ailleurs, le délai de suspension de l'attribution de titres de capital, qui était


précédemment de trois mois pour les OBSA, est remplacé par un délai unique pour l'ensemble des valeurs mobilières donnant accès au capital qui sera fixé par décret.

Ainsi, le projet de décret prévoit d'insérer un article 165-1  (24) dans le décret du 23 mars 1967 qui disposerait que la durée maximale de suspension de ces titres est toujours de trois mois.

45. Fusion et scission. L'article L. 228-101 du code de commerce écarte la délibération de l'assemblée générale des obligataires prévue à l'article L 228-65 aux fins d'autoriser le projet de fusion ou de scission mais prévoit une dérogation dans le cas où le contrat d'émission en dispose autrement.

Ainsi sont généralisées les dispositions existantes en matière d'OBSA, d'OCA et d'OEA.


Remboursement forcé

46. Par ailleurs, à moins de dispositions spéciales du contrat d'émission en ce sens ou de dissolution anticipée ne résultant pas d'une fusion ou d'une scission, la société ne peut imposer aux titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital le rachat ou le remboursement de leurs droits  (25).

Cet article étend à toutes les valeurs mobilières les dispositions prévues en matière d'obligations et qui interdisaient le remboursement forcé des droits des titulaires.

47. Il résulte de ce qui précède qu'une partie importante du nouveau régime est supplétive et que les émetteurs pourront y déroger dans le contrat d'émission. Cette réglementation fondée principalement sur la liberté contractuelle permet de concilier l'existence d'un régime attractif pour les investisseurs et d'une souplesse pour les émetteurs.

Réduction de capital

48. En cas de réduction du capital de la société motivée par des pertes et réalisée par la diminution du montant nominal ou du nombre des titres composant le capital, les droits des titulaires des valeurs mobilières donnant accès au capital sont réduits en conséquences, comme s'ils avaient été exercés avant la date à laquelle la réduction de capital est devenue définitive  (26).

En revanche, rien n'est prévu lorsque la réduction du capital n'est pas motivée par des pertes.

Fusion ou scission

49. En vertu de l'article L. 228-101 nouveau, si la société appelée à émettre les titres de capital est absorbée par une autre société ou fusionne avec une ou plusieurs autres sociétés pour former une société nouvelle, ou procède à une scission, les titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital exercent leurs droits dans la ou les sociétés bénéficiaires de l'apport.


Sauf stipulation contraire du contrat d'émission, l'assemblée des titulaires n'a pas à se prononcer sur le projet de fusion.


50. Le nombre de titres de capital de la ou des sociétés absorbantes ou nouvelles auquel ils peuvent prétendre est déterminé en corrigeant le nombre de titres qu'il est prévu d'émettre ou d'attribuer au contrat d'émission en fonction du nombre d'actions à créer par la ou les sociétés bénéficiaires des apports. Le commissaire aux apports doit émettre un avis sur le nombre de titres ainsi déterminé.

La ou les sociétés bénéficiaires des apports ou la ou les nouvelles sociétés sont substituées de plein droit à la société émettrice dans ses obligations envers les titulaires desdites valeurs mobilières.

Clauses d'agrément

51. En vertu du nouvel article L. 228-23, la cession de valeurs mobilières donnant accès au capital, à quelque titre que ce soit, peut être soumise à l'agrément de la société par une clause des statuts, dans les mêmes conditions que les cessions de titres de capital.


52. *Sort des rompus.* En vertu de l'alinéa 2 de l'article L. 225-149 du code de commerce, lorsque le titulaire d'une valeur mobilière émise en application de l'article L. 225-149-2  (27) n'a pas droit à un nombre entier, la fraction formant rompu fait l'objet d'un versement en espèces, selon les modalités de calcul fixées par décret en Conseil d'Etat.

Le projet de décret  (28) prévoit que, dans ce cas, le versement serait égal au produit de la fraction d'action formant rompu par la valeur de l'action.

53. Une distinction est faite entre les sociétés cotées et les sociétés non cotées :

(i) dans les sociétés cotées, la valeur de l'action serait celle du cours coté lors de la séance de bourse du jour qui précède celui du dépôt de la demande et,

(ii) dans les autres sociétés, cette valeur serait fixée conformément aux stipulations du contrat d'émission, soit sur la base des cours figurant au relevé quotidien des valeurs non admises aux négociations sur un marché réglementé, soit sur la base des capitaux propres de la société.

54. Par ailleurs, le projet de décret prévoit que : « Le contrat d'émission peut prévoir que le titulaire des droits attachés aux valeurs mobilières donnant accès au capital a le droit de demander la délivrance du nombre entier d'actions à condition de verser à la société la valeur de la fraction d'action supplémentaire demandée, fixée conformément aux règles posées [précédemment] »  (29).

55. *Sort des titulaires en cas de redressement judiciaire de la société émettrice.* Un nouvel article L. 228-106 règle le sort des droits des titulaires en cas de redressement judiciaire débouchant sur un plan de continuation frappant la société émettrice. En effet, aux termes de ce texte, « lorsqu'une procédure de redressement judiciaire est ouverte à l'égard d'une société émettrice de valeurs mobilières donnant accès au capital dans les conditions de l'article L. 228-91, le délai prévu pour l'exercice du droit à attribution d'une quote-part de capital social est ouvert dès le jugement arrêtant le plan de continuation, au gré de chaque titulaire, et dans les conditions prévues par ce plan ».

Cet article reprend les dispositions actuellement prévues par l'article L. 225-167 en matière d'OCA.

56. *Nullités.* En vertu de l'article L. 228-104 du code de commerce, les délibérations ou stipulations prises en violation des dispositions organisant la protection des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital (art. L. 228-98 à L. 228-101 et L. 228-103) sont frappées d'une nullité impérative et non d'une nullité facultative, comme l'avaient souhaité l'AFEP, l'ANSA et le MEDEF.

Droits et garanties des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital

57. Les valeurs mobilières donnant accès au capital sont traitées principalement comme des titres de capital, mais il n'en demeure pas moins que cet accès au capital est différé et que pendant toute la période s'écoulant entre l'émission du titre primaire et l'accès éventuel au capital, la société est susceptible de prendre de multiples décisions de nature à avoir une influence sur la situation de ces valeurs mobilières. Il faut donc prémunir les porteurs de ces titres contre des actes qui pourraient leur nuire. Traditionnellement, la protection la plus complète réside dans l'interdiction de toute opération susceptible de nuire aux titulaires de ces valeurs mobilières. Mais de telles solutions sont extrêmement gênantes pour les dirigeants et actionnaires de la société.

L'ordonnance, reprenant certaines dispositions éparses, a pris le parti de préférer la réglementation à l'interdiction et surtout d'instituer systématiquement des masses dotées de la personnalité morale.

58. Ces masses, dotées d'un représentant, permettent une expression collective et donc plus efficace que la parole dispersée des titulaires des titres. Elles présentent aussi l'avantage de constituer un interlocuteur unique pour les dirigeants de la société, facilitant une éventuelle négociation destinée à faciliter une éventuelle modification du contrat d'émission. Ainsi, à côté de la reconnaissance de droits et de garanties individuelles une partie des droits des titulaires de ces titres donnant accès au capital s'exerceront de manière collective.


Droits exercés individuellement

59. L'ordonnance unifie et organise une protection des titulaires de valeurs mobilières composées en réglementant certaines opérations, en prévoyant des techniques de protection et les organisant en une masse détenant la personnalité civile.

Opérations réglementées

60. Auparavant, contrairement aux régimes spécifiques, le régime général était silencieux sur la nature des mesures à prendre pour préserver les droits des titulaires des valeurs mobilières composées notamment lorsque, postérieurement à l'assemblée générale extraordinaire ayant autorisé l'émission de ces valeurs, l'assemblée générale décidait de procéder à de nouvelles opérations financières tel qu'amortir son capital, modifier la répartition des bénéfices ou augmenter son capital.

61. En revanche, la législation antérieure avait prévu des mesures protectrices comprenant des opérations interdites et des opérations réglementées en ce qui concernait les OBSA, OCA et les OEA.

62. Pour autant, il existait une disparité même au sein de ces valeurs mobilières composées puisque les mêmes opérations pouvaient être interdites ou contrôlées selon le type de valeur mobilière concerné. Ainsi, « les solutions sont unifiées dans le sens d'un assouplissement : autorisation soit par le contrat d'émission, soit par l'assemblée des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital. La réglementation des opérations est ainsi préférée à l'interdiction »  (30).

Désormais, l'ordonnance introduit diverses mesures de protection des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital, inspirées de celles qui régissaient jusqu'à présent les OBSA, les OEA ou les OCA.

63. L'article L. 228-98 pose la règle selon laquelle à dater de l'émission de valeurs mobilières donnant accès au capital, la société appelée à attribuer ces titres ne peut modifier sa forme ou son objet, pas plus qu'elle ne peut modifier les règles de répartition de ses bénéfices, ni amortir son capital, à moins d'y être autorisée par le contrat d'émission ou par la masse des titulaires des droits en question et sous réserve, dans les deux derniers cas, de prendre les dispositions nécessaires au maintien des droits des titulaires de ces valeurs mobilières.

Ces mesures protectrices ont vocation à s'appliquer aussi longtemps qu'il existe des droits attachés à chacun des éléments de ces valeurs mobilières.

Il convient de préciser que la création d'actions de préférence permet de faire exception à l'interdiction de modifier la répartition des bénéfices.

64. Ainsi, (i) d'une part, la modification de la forme ou de l'objet est ajoutée à la liste des opérations réglementées et (ii) d'autre part, les règles relatives aux opérations réglementées s'appliquent non pas à dater du vote de l'assemblée générale extraordinaire, mais à partir de l'émission effective.

Dispositions de protections applicables aux régimes spécifiques

65. L'ordonnance étend à toutes les valeurs mobilières composées les dispositions de protection applicables aux régimes spécifiques sous le droit antérieur.

L'article L. 228-99 du code de commerce dispose que si la société appelée à attribuer les titres de capital ou les valeurs mobilières y donnant accès décide de procéder à l'émission, sous quelque forme que ce soit, de nouveaux titres de capital avec droit préférentiel de souscription réservé à ses actionnaires, de distribuer des réserves, en espèces ou en nature, et des primes d'émission ou de modifier la répartition de ses bénéfices par la création d'actions de préférence, elle doit prendre les mesures nécessaires à la protection des intérêts des titulaires des droits ainsi créés.

66. Différentes méthodes sont prévues à cet égard, à savoir exercice immédiat, réserve des droits qui seront exercés ultérieurement ou ajustement. En effet, aux termes de l'article L. 228-99, alinéa 2, la société doit, dans des conditions qui seront fixées par décret :

« 1° Soit mettre les titulaires de ces droits en mesure de les exercer, si la période prévue au contrat d'émission n'est pas encore ouverte, de telle sorte qu'ils puissent immédiatement participer aux opérations mentionnées au premier alinéa ou en bénéficier ;

2° Soit prendre les dispositions qui leur permettront, s'ils viennent à exercer leurs droits ultérieurement, de souscrire à titre irréductible les nouvelles valeurs mobilières émises, ou en obtenir l'attribution à titre gratuit, ou encore recevoir des espèces ou des biens semblables à ceux qui ont été distribués, dans les mêmes quantités ou proportions ainsi qu'aux mêmes conditions, sauf en ce qui concerne la jouissance, que s'ils avaient été, lors de ces opérations, actionnaires ;

3° Soit procéder à un ajustement des conditions de souscription, des bases de conversion, des modalités d'échange ou d'attribution initialement prévues de façon à tenir compte de l'incidence des opérations mentionnées au premier alinéa.

Sauf stipulations différentes du contrat d'émission, la société peut prendre simultanément les mesures prévues aux 1° et 2° . Elle peut, dans tous les cas, les remplacer par l'ajustement autorisé au 3° . Cet ajustement est organisé par le contrat d'émission lorsque les titres de capital ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé. »

67. L'ordonnance prévoit donc que les deux premières méthodes peuvent être combinées ensemble ou remplacées par l'ajustement.

Cette protection dure aussi longtemps qu'il existe des droits attachés à chacun des éléments de ces valeurs mobilières.

68. Par ailleurs, il convient de noter que ne sont plus visées seulement les distributions de réserves en espèces. En effet, toute distribution de réserves ou de prime d'émission, en nature ou en espèce, entraîne l'application du régime protecteur.

69. De son côté, l'article 11 du projet de décret prévoit la création des articles 242-8 à 242-12 du décret du 23 mars 1967 relatifs aux mesures nécessaires à la protection des intérêts des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital.

70. Ainsi, il est prévu que la société qui émettrait de nouveaux titres de capital avec droit préférentiel de souscription réservé à ses actionnaires devra, si les droits attachés aux valeurs mobilières donnant accès au capital ne peuvent s'exercer qu'à certaines dates, ouvrir une période exceptionnelle pour permettre aux titulaires des droits attachés à ces valeurs mobilières qui procéderaient à leur exercice, de souscrire des titres nouveaux comme s'ils avaient été actionnaires au moment de l'émission à la seule exception de la date de jouissance.

71. En revanche, si l'exercice des droits attachés aux valeurs mobilières donnant accès au capital peut être exercé à tout moment, la société devra prendre les dispositions nécessaires pour permettre aux titulaires de ces droits de souscrire des titres nouveaux comme s'ils avaient été actionnaires au moment de l'émission, à la seule exception de la date de jouissance (31).

72. De plus, la société qui procéderait à l'attribution d'actions gratuites devra virer à un compte de réserve indisponible la somme nécessaire pour attribuer les actions gratuites aux titulaires des droits attachés aux valeurs mobilières donnant accès au capital qui exerceraient leur droit ultérieurement, en nombre égal à celui qu'ils auraient reçu s'ils avaient été actionnaires au moment de l'attribution principale (32).

73. Par ailleurs, la société qui procéderait à la distribution de réserves, en espèces ou en nature, et des primes d'émission, devra virer à un compte de réserve indisponible la somme et, le cas échéant, conserver les biens en nature nécessaires pour remettre aux titulaires des droits attachés aux valeurs mobilières donnant accès au capital qui exerceraient leur droit ultérieurement la somme ou les titres qu'ils auraient reçus s'ils avaient été actionnaires au moment de la distribution (33).

74. En outre, la société qui procéderait à l'achat de ses actions admises aux négociations sur un marché réglementé devra, lorsque le prix d'attribution est supérieur au cours de bourse, procéder à un ajustement du nombre d'actions que ces titres permettent d'obtenir (34).

75. Enfin, lorsque les actions de la société sont admises aux négociations sur un marché réglementé, le contrat d'émission peut prévoir que, pour tout ou partie des catégories d'opérations susvisées, il sera procédé à un ajustement des bases d'exercices des droits attachés aux valeurs mobilières donnant accès au capital (35).

76. Le projet de décret (36) prévoit également la création d'un article 242-13 du décret du 23 mars 1967 relatif aux formalités de publicité devant être réalisées par les sociétés faisant appel public à l'épargne qui procéderaient à une opération comportant un droit préférentiel de souscription alors qu'il existe des valeurs mobilières donnant accès au capital.

Droits exercés collectivement

Organisation de la masse des titulaires

77. Aux termes de l'article L. 228-103 du code de commerce : « Les titulaires de valeurs mobilières donnant accès à terme au capital après détachement, s'il y a lieu, des droits du titre d'origine sont regroupés de plein droit, pour la défense de leurs intérêts communs, en une masse qui jouit de la personnalité civile et est soumise à des dispositions identiques à celles qui sont prévues, en ce qui concerne les obligations, par les articles L. 228-47 à L. 228-64, L. 228-66 et L. 228-90 ». Il est formé, s'il y a lieu, « une masse distincte pour chaque nature de titres donnant les mêmes droits ».

78. Cette solution, qui peut être assez lourde en cas d'émission de titres sophistiqués, a été critiquée par certains auteurs qui ont estimé que « la création de cette masse est un mélange des genres car il s'agit de porteurs de valeurs mobilières et en aucun cas de créanciers » (37). La formule est pour le moins surprenante. Car il est difficile de comprendre en quoi la qualité de porteur de valeur mobilière exclut celle de créancier (les obligataires sont bien titulaires de valeurs mobilières) et il est tout aussi difficile de comprendre en quoi le porteur d'un titre donnant le droit de devenir à terme actionnaire, ne dispose pas d'une créance à l'encontre de la société, même si cette créance n'est pas une créance de somme d'argent. La critique formulée, si elle peut se comprendre, au plan pratique, compte tenu de la nécessité de multiplier les masses dans certaines hypothèses, ne semble guère recevable en droit.

79. En dépit de ces critiques le gouvernement a maintenu, dans l'ordonnance, sa volonté d'instaurer une représentation collective des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital après détachement, s'il y a lieu, des droits du titre d'origine, soumise pour l'essentiel

aux mêmes règles que la masse des obligataires. L'objectif de cette nouvelle disposition est de fournir à la société émettrice un interlocuteur, en particulier, pour modifier le contrat d'émission ou réaliser des opérations réglementées.

80. Les assemblées des titulaires des valeurs mobilières donnant accès au capital sont compétentes pour autoriser toute modification du contrat d'émission et pour statuer sur toute décision touchant aux conditions de souscription ou d'attribution de titres de capital déterminées au moment de l'émission.

Chaque valeur mobilière donnant accès au capital donne droit à une voix et l'assemblée ne délibère valablement sur première convocation que si les titulaires de valeurs mobilières présents ou représentés possèdent au moins le quart des actions ayant le droit de vote. Sur deuxième convocation, aucun quorum n'est requis. Elle statue à la majorité des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés (38).

81. Par ailleurs, l'ordonnance prévoit la possibilité, pour les représentants des différentes masses, d'avoir accès à l'assemblée des actionnaires sans voix délibératives (39). Ces derniers ne peuvent en aucune façon s'immiscer dans la gestion des affaires sociales.

Droit de communication

82. Par ailleurs, alors que dans le régime antérieur, le droit de communication n'existait que pour les titulaires d'OCA, ORA ou OEA par l'intermédiaire de la masse, et pour les titulaires de bons de souscription, l'article L. 228-105 étend ce droit de communication à tous les titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital et renvoie, pour ses conditions d'application, à un décret en Conseil d'Etat.

83. Aux termes de l'article L. 228-105 nouveau : « Les titulaires des valeurs mobilières donnant accès au capital disposent, dans les conditions fixées par décret en Conseil d'Etat, auprès de la société émettrice des titres qu'ils ont vocation à recevoir, d'un droit de communication des documents sociaux transmis par la société aux actionnaires ou aux titulaires de certificats d'investissement ou mis à leur disposition.

Lorsque les droits à l'attribution d'une quote-part du capital social sont incorporés ou attachés à des obligations, le droit de communication est exercé par les représentants de la masse des obligataires, conformément à l'article L. 228-55. Après détachement de ces droits du titre d'origine, le droit de communication est exercé par les représentants de la masse constituée, conformément à l'article L. 228-103. Dans tous les cas, les représentants des différentes masses ont accès à l'assemblée générale des actionnaires, mais sans voix délibérative. Ils ne peuvent, en aucune façon, s'immiscer dans la gestion des affaires sociales. »

84. Ainsi, ce droit de communication sera collectif et non individuel :

(i) lorsque les droits à l'attribution d'une quote-part du capital social seront incorporés ou attachés à des obligations, il sera exercé par les représentants de la masse des obligataires,

(ii) après détachement de ces droits du titre d'origine, il sera exercé par les représentants de la masse des titulaires.

85. Le projet de décret prévoit que ce droit de communication s'exercera dans les mêmes conditions que celles prévues par les articles 142 à 144 du décret du 23 mars 1967 relatifs au droit de communication des actionnaires (40).

Conclusion


86. Critiquée par certains (41), en ce qu'elle réduit les moyens d'actions des « contre-pouvoirs » et notamment des associations d'actionnaires, l'ordonnance du 24 juin 2004 a eu le souci de fournir aux émetteurs les instruments qu'ils estimaient ne pas trouver en toute sécurité sur la place de Paris.


Ainsi se transforme, réforme après réforme, le droit des sociétés, sans que l'on prenne toujours conscience de la portée de ces transformations. Pour le moins, ce nouveau texte, qui crée de nouvelles passerelles entre le droit de créance et la qualité d'actionnaire devrait inciter à réfléchir sur les mythes fondateurs des sociétés anonymes.


Mots clés :

VALEUR MOBILIERE * Réforme * Titre donnant accès au capital


(1) Le commentaire de l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs émises par les sociétés par actions a fait l'objet du numéro 3/2004 de la Revue des sociétés. Les contributions, mis à part le présent article, ont été publiées de la façon suivante :


Présentation générale, par P. Bissara, p. 461 .


Les émissions sans droit de vote préférentiel de souscription, par J.-J. Daigre, p. 479 .


Les augmentations de capital réalisées avec maintien du droit préférentiel de souscription, par H. Le Nabasque, p. 491 .


Les émissions réservées, par L. Faugérolas et S. Sabatier, p. 515 .


Le volume des augmentations de capital, par B. Le Bars, p. 531 .


Les nouveaux pouvoirs financiers des organes de direction, par J.-P. Mattout, p. 543 .

Le rôle des commissaires aux comptes, par T. Granier, p. 557 .


La protection des porteurs, P. Le Cannu, p. 567 .

Les actions de préférence, par M. Germain, p. 597 .

Le nouveau droit des clauses d'agrément, par B. Saintourens, p. 611 .

Le transfert de propriété des valeurs mobilières : une réforme inachevée, par F. Nizard, p. 619 .

Rachat d'actions et actions rachetables, par R. Mortier, p. 639 .

Les titres en voie d'extinction et le droit transitoire, par B. Saintourens, p. 659 .

(2) M. Favero, Pour une réforme ambitieuse des instruments financiers, Actes pratiques, janvier-février 2004, p. 3.

(3) Latham et Watkins, ordonnance portant réforme des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales : premiers commentaires, Client Alert, 9 juillet 2004.

(4) Ph. Bissara et J.-P. Bouère, Les propositions du CNPF de modernisation du régime des émissions de titres de capital, Bull. Joly, janvier 1994.

(5) Rapport AFEP/ANSA/MEDEF, Pour un droit moderne des sociétés, octobre 2003, art. 135 à 151.

(6) Ce texte n'est toutefois pas définitif. Il doit en effet être ratifié par le Parlement dans le cadre d'une loi de ratification, en cours de discussion. La commission des finances du Sénat a émis diverses critiques portant principalement sur le régime des augmentations de capital et propose sur certains points de revenir au droit antérieur. *(Les amendements suggérés ont été adoptés par le Sénat le 14 octobre 2004.)*

(7) M. Germain, L'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales, JCP 2004, 1 ; Couret, Le Nabasque, Valeurs mobilières, F. Lefebvre, 2004 ; T. Bonneau, Dr. sociétés 2004, étude 11

(8) Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance.

(9) Loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985.

(10) Fr. Lefebvre 2204, Sociétés commerciales, Les valeurs mobilières composées, n° 21800, p. 1080.

(11) A. Poncelet, Entre innovation et libéralisation : le projet d'ordonnance réformant le régime des valeurs mobilières, Lamy droit du financement, n° 153, juin 2004.

(12) Rapp. COB pour 1984, p.18.

(13) A. Poncelet, préc.

(14) Couret et Le Nabasque, Valeurs mobilières, F. Lefebvre, 2004, n° 636.

(15) Le projet MEDEF, APEF, ANSA prévoyait une telle faculté pour les actions de préférence.

(16) Rapport AFEP/ANSA/MEDEF, *op. cit.*, art. 138, p. 74.

(17) P. Clermontel, Obligations échangeables : rien n'est simplifié, Les Echos, 9 septembre 2004, p. 2.

(18) P. Clermontel, *op. cit.*

(19) Rapport au Président de la République, p. 10.

(20) Art. 6 du projet de décret prévoyant la création d'un art. 165-IV du décret du 23 mars 1967.

(21) C. com., art. L 228-91, al. 4.

(22) Rapport du ministère de la Justice au Président de la République, p. 10.

(23) A. Poncelet, *op. cit.*

(24) Ce nouvel art. prévoirait également les modalités de publicité de l'avis par lequel le conseil d'administration ou le directoire suspend la possibilité d'obtenir des titres de capital ainsi que les mentions devant être contenues dans cet avis.

(25) C. com., art. L. 228-102.

(26) C. com., art. L. 228-98, al. 4.

(27) L'art. L. 225-149-2 du code de commerce dispose que : « Les droits attachés aux titres donnant accès au capital qui ont été utilisés ou qui ont été acquis par la société émettrice ou par la société appelée à émettre de nouveaux titres de capital sont annulés par la société émettrice ».

(28) Art. 11 du projet de décret prévoyant la création d'un art. 242-15 dans le décret du 23 mars 1967.

(29) Art. 242-15 *in fine* du décret du 23 mars 1967 dont la création est prévue par l'art. 11 du projet de décret.

(30) Rapport AFEP/ANSA/MEDEF, *op. cit.*

(31) Art. 242-8 nouveau du décret du 23 mars 1967 dont la création est prévue par l'art. 11 du projet de décret.

(32) Art. 242-9 nouveau du décret du 23 mars 1967 dont la création est prévue par l'art. 11 du projet de décret.

(33) Art. 242-10 nouveau du décret du 23 mars 1967 dont la création est prévue par l'art. 11 du projet de décret.

(34) Art. 242-11 nouveau du décret du 23 mars 1967 dont la création est prévue par l'art. 11 du projet de décret. Il est précisé que cet ajustement doit garantir, au centième d'action près, que la valeur des actions qui seront obtenues en cas d'exercice des droits attachés aux valeurs mobilières donnant accès au capital après la réalisation de l'opération sera identique à la valeur de celles qui auraient été obtenues en cas d'exercice des droits avant cette opération. Par ailleurs, le conseil d'administration ou le directoire rend compte des éléments de calcul et des résultats de l'ajustement dans le rapport annuel suivant.

(35) Art. 242-12 nouveau du décret du 23 mars 1967 dont la création est prévue par l'art. 11 du projet de décret.

(36) Art. 11 du projet de décret.

(37) Aline Poncelet, Entre innovation et libéralisation : le projet d'ordonnance réformant les régime des valeurs mobilières, Lamy, Droit du financement, juin 2004.

(38) Par renvoi de l'art. L. 228-103 du code de commerce à l'art. L. 225-98.

(39) C. com., art. L. 228-105, al. 4.

(40) Art. 11 du projet de décret prévoyant la création d'un art. 242-16 dans le décret du 23 mars 1967.

(41) La Tribune, 3 août 2004