

## 2 Cash Out par rachat de titres : où est l'abus de droit ?



Renaud MORTIER,  
professeur agrégé de droit privé,  
of Counsel, Fidal

Lorsqu'un associé souhaite retirer des liquidités de la société qu'il contrôle, il peut le faire de deux manières :

- se faire distribuer des dividendes en assemblée générale ;
- se faire racheter ou rembourser tout ou partie de ses actions ou parts sociales dans le cadre d'une réduction de capital dite non motivée par des pertes.

En certains cas, il se peut que le rachat de titres soit plus avantageux pour le contribuable (1). L'abus de droit fiscal ne devrait alors ne pouvoir être caractérisé que dans le cas exceptionnel d'un abus de droit par simulation (3), et jamais sur le fondement de l'abus de droit par fraude à la loi (2).

### 1. Attrait fiscal du cash out par rachat titres

Fiscalement, depuis l'institution du prélèvement forfaitaire unique (PFU), dit « Flat Tax », on pourrait penser que réduire son capital social par voie de rachat de titres et distribuer des dividendes emportent des conséquences fiscales strictement identiques. En effet, le régime du PFU se caractérise par l'unification des taxations, puisque désormais dividendes et plus-values sur cessions de titres (régime applicable à l'associé qui se fait racheter ses titres par la société émettrice) ont vocation à être taxés sans abattement<sup>1</sup> au même taux : 30 %, ventilés entre IR (12,8 %) et prélèvements sociaux (17,2 %).

La neutralité n'est pourtant qu'apparente, car tout se joue sur l'assiette : que l'on reste soumis au taux proportionnel d'IR de 12,8 %, ou que l'on opte globalement pour le taux progressif de l'IR, le montant que le contribuable déclare au titre des dividendes n'est pas le même que celui qu'il déclare au titre des plus-values.

#### Illustrons la comparaison<sup>2</sup>

Monsieur Martin est actionnaire d'une SASU fondée en 2006, dont le capital social s'élève à 100 000 €. Son taux marginal d'imposition est de

45 %. La société compte en tout 100 actions de 1 000 € de valeur nominale. La société a 200 000 € de réserves. La valeur mathématique de chaque action est de 3 000 euros, et l'on supposera pour simplifier qu'elle correspond à leur valeur vénale. Monsieur Martin aimerait récupérer 100 000 € dans les caisses de la société :

#### ● Solution n° 1 : Monsieur Martin se fait distribuer 100 000 € de dividendes :

- taxation dans la catégorie des RCM.

Si application de la flat tax : la totalité de la somme serait taxée au taux global IR et PS de 30 %  $100\,000 \times 30\% = 30\,000 \text{ €}$ ,

- si option pour le taux progressif de l'IR : 60 % de la somme (abattement de 40 %) sera taxée au taux marginal de 45 % applicable à Monsieur Martin : IR dû =  $60\,000 \text{ €} \times 45\% = 27\,000 \text{ €}$ . À cela il faut rajouter les PS de 17,2 % appliqués à 100 000 €, soit 17 200 €,

Total dû =  $27\,000 + 17\,200 = 44\,200 \text{ €}$  (abstraction faite de la CSG déductible) ;

#### ● Solution n° 2 : Monsieur Martin se fait racheter pour 100 000 € d'actions par la SASU. La société annule les actions et réduit son capital social :

Pour récupérer environ 100 000 €, Monsieur Martin doit se faire racheter 33 actions, chacune pour leur valeur de 3 000 €, au prix global de  $33 \times 3\,000 = 99\,000 \text{ €}$ . Le rachat d'actions étant taxé selon le régime des plus-values, il faut d'abord calculer l'assiette de cet impôt ;

Plus-value brute = Prix de cession – prix d'acquisition =  $99\,000 - (33 \times 1\,000) = 66\,000 \text{ €}$  :

- si application de la flat tax : la totalité de la plus-value sera taxée au taux global IR et PS de 30 %.  $66\,000 \times 30\% = 19\,800 \text{ €}$ ,

- si option pour le taux progressif de l'IR : la plus-value bénéficiera d'un abattement pour durée de détention atteignant ici 85 %, pour le seul calcul de l'IR (acquisition des titres dans les 10 ans de la création de la société ; revente après 8 ans).

IR dû =  $(15\% \times 66\,000 \text{ €}) \times 45\% = 9\,900 \times 45\% = 4\,455 \text{ €}$ . À cela, il faudrait rajouter les PS au taux de 17,2 % appliqués à l'entière plus-value (aucun abattement), soit :  $66\,000 \text{ €} \times 17,2\% = 11\,352 \text{ €}$ . Total dû =  $4\,455 \text{ €} + 11\,352 = 15\,807 \text{ €}$ .

	100 000 € de dividendes	99 000 € de rachat d'actions
IR et PS dus sous FLAT TAX	30 000 €	19 800 €
IR et PS dus hors FLAT TAX	44 200 €	15 807 €

**Attention :** l'option pour le taux progressif est globale, et risque d'être devoir rejetée en considération d'autres revenus.

→ Suite page 2

1. Sauf abattement de 500 000 € en cas de départ à la retraite du cédant.

2. Le phénomène n'est pas totalement nouveau. V. déjà R. Mortier, *Vive le cash-out par voie de réduction de capital* : *Agefi-Actifs* n° 762, 2016.

**Dans tous les cas, le régime de la réduction de capital est le plus efficient dans le cas de Monsieur Martin, et l'économie de prélèvements obligatoires va pour lui du simple au double, voire du simple au triple.**

## 2. L'impossible abus de droit par fraude à la loi

On ne qualifie pas un abus de droit par feeling, mais après une analyse serrée des différents critères qui le caractérisent. Ce n'est donc qu'après avoir rappelé les critères de l'abus de droit par fraude à la loi (A) que nous montrerons leur absence en l'espèce (B).

### A. – Rappel des critères de l'abus de droit par fraude à la loi

Selon l'article L. 64 du LPF, des actes constituent un abus de droit par fraude à la loi lorsque... :

- « ...recherchant le bénéfice d'une application littérale des textes ou de décisions à l'encontre des objectifs poursuivis par leurs auteurs... » ;

- « ...ils n'ont pu être inspirés par aucun autre motif que celui d'éviter ou d'atténuer les charges fiscales que l'intéressé, si ces actes n'avaient pas été passés ou réalisés, aurait normalement supportées eu égard à sa situation ou à ses activités réelles ».

Deux critères apparaissent :

- un critère **objectif** : la contrariété à l'intention du législateur ;

- et un critère **subjectif** : la poursuite d'un but exclusivement fiscal.

Ces deux critères, sauf à amputer la définition de l'un de ses deux termes, sont exigés cumulativement, ce qui signifie qu'en l'absence de l'un seul d'entre eux, l'abus de droit ne peut être caractérisé. Ainsi que l'a fort justement affirmé notre collègue Daniel Gutmann, « la jurisprudence démontre d'ailleurs le souci du Conseil d'État d'exiger que les deux critères de l'abus de droit (recherche d'un but fiscal exclusif d'une part, contrariété aux objectifs du législateur d'autre part) soient vérifiés de façon séparée »<sup>3</sup>.

### B. – Absence des critères de l'abus de droit par fraude à la loi

#### 1° Absence fréquente du critère de l'exclusivisme fiscal

Dans de nombreuses hypothèses, la réduction de capital révélera que cette dernière n'a pas un but exclusivement fiscal. En effet, en réduisant son capital social, la société réduit ses capitaux propres, permet à l'associé de capter les sommes correspondantes, avec cette caractéristique absolument inimitable que le capital social est réduit. Or, le capital social est le gage des créanciers sociaux. L'expression est souvent mal comprise : elle traduit simplement que le capital social constitue une sûreté sur fonds propres, interdisant de distribuer les fonds correspondants aux associés hors une réduction de capital offrant aux créanciers un droit d'opposition (dans les sociétés à risque limité), voire le droit d'agir sur le fondement de l'action paulienne. Or, il se peut qu'un associé souhaite réduire son exposition au risque.

Dans l'exemple cité ci avant de Monsieur Martin, ce dernier ampute de 33 000 euros son capital de 100 000 euros, et il

réduit ce faisant d'autant son exposition au risque, ce que seule la réduction de capital lui permettait (et non la distribution de dividendes, qui oblige à ponctionner les sommes distribuables). Pourra-t-on d'ailleurs reprocher à Monsieur Martin d'avoir fortement capitalisé sa société lors de sa création, mais de décider désormais de sortir de la société les sommes ainsi exposées dès l'origine au risque social ? Au nom de quoi serait-il interdit de le faire ? Parce que Monsieur Martin n'est pas taxé à hauteur du capital récupéré ? Mais c'est bien le moins que l'on puisse espérer, car ce que Monsieur Martin récupère aujourd'hui dans la société en franchise d'impôt, c'est ce qu'il avait strictement décaissé d'y investir hier.

Supposons cependant que la société de Monsieur Martin ait été constituée avec un faible capital social. Disons 1 000 €. En ce cas, la réduction de capital social correspondant à notre hypothèse ne serait que de 330 €. Sans doute serait-il difficile de prétendre que Monsieur Martin aurait souhaité réduire d'autant son exposition au risque, et que cela aurait pu motiver son choix d'une réduction de capital. Cependant, il serait tout aussi difficile de prétendre que Monsieur Martin aurait réduit son capital social dans un but exclusivement fiscal, car le montant ridicule du capital social initial emporterait une faible valeur d'acquisition de ses actions et ainsi majorerait la plus-value ultérieure. Pour un prix de revente resté de 99 000 €, la plus-value taxable serait de 98 670 €. Quel gain ! Certes, l'application d'abattements pour durée de détention permettrait alors de réduire l'assiette, mais au prix d'une option fort coûteuse pour le taux progressif de l'IR. Et que dire des coûts liés à la réduction de capital elle-même ?

Nous avons volontairement choisi d'illustrer notre propos avec une société unipersonnelle. Cependant, il va de soi que dans les sociétés pluripersonnelles, viendront s'ajouter à l'argument de la réduction de l'exposition au risque social, ceux tirés de la modification de la géographie du capital social. L'associé ciblé par la réduction de capital verra sa participation dans le capital social réduite d'autant, et avec elle son pourcentage de droits à dividendes, de droits de vote, et dans les sociétés à risque illimité, son pourcentage dans l'obligation aux dettes sociales déclinera proportionnellement.

C'est dire que le premier filtre de l'abus de droit par fraude à la loi ne devrait retenir dans les filets de l'administration fiscale qu'un nombre très limité d'opérations, que le second filtre laissera s'échapper systématiquement, faute de contrariété aux intentions du législateur.

#### 2° Absence systématique du critère de la contrariété aux intentions du législateur

Il est absurde de prétendre qu'en choisissant de se faire racheter ses titres par la société émettrice plutôt que de se faire distribuer des dividendes, le contribuable recherche « le bénéfice d'une application littérale de la loi à l'encontre des objectifs poursuivis par leurs auteurs... ». Quel fut en l'espèce l'objectif poursuivi par le législateur ? De rattacher intégralement le gain de rachat-annulation de droits sociaux à la seule catégorie des plus-values, là où antérieurement ce gain de rachat était pour l'essentiel taxé en tant que dividendes<sup>4</sup> !

→ Suite page 3

3. D. Gutmann, *Droit fiscal des affaires* : Domat, 8<sup>e</sup> éd., 2017, n° 1009. – V. en ce sens, CE, 13 janv. 2017, n° 391196, SAS Ingram Micro : Dr. fisc. 2017, n° 15, comm. 254, concl. E. Crépey. Cet arrêt a certes rejeté le pourvoi fondé sur l'absence de caractérisation du critère tiré de la contrariété aux objectifs du législateur, mais en soulignant que ce moyen n'ayant pas été soulevé devant le juge du fond, la société requérante ne pouvait utilement soutenir en cassation que l'arrêt était insuffisamment motivé.

4. Sur l'ensemble de la question, R. Mortier, *Opérations sur capital social* : LexisNexis, 2015, n° 774 s.

Pour rappel, tout était parti d'une décision Machillot du 20 juin 2014<sup>5</sup>, par laquelle le Conseil constitutionnel avait abrogé<sup>6</sup>, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2015, l'article 112, 6° du CGI. Ce texte, par dérogation au régime de droit commun (régime hybride de taxation du profit de rachat : en tant que distribution pour partie/en tant que plus-value pour une autre partie), taxait intégralement selon le régime des plus-values privées ou professionnelles le profit issu des rachats d'actions propres non liés à une réduction de capital<sup>7</sup> (rachats en vue de les attribuer aux salariés (*C. com.*, art. L. 225-208) ou de mettre en œuvre un programme de rachat d'actions<sup>8</sup>). Pareille dérogation portait atteinte, à en croire le Conseil constitutionnel, aux droits et libertés garantis par la Constitution en ce qu'elle était contraire, selon lui, au principe d'égalité devant la loi<sup>9</sup>. Il est vrai que le contribuable ne comprenait généralement pas pourquoi il pouvait être taxé différemment selon le motif du rachat, et en concevait parfois un sentiment d'injustice, encore que pendant les mois précédant la décision les régimes s'étaient considérablement rapprochés dans leurs effets. L'article 88 de la deuxième loi de finances rectificative pour 2014<sup>10</sup> a en conséquence modifié en profondeur, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2015, le régime fiscal des sommes ou valeurs attribuées aux associés au titre du rachat de leurs parts ou actions<sup>11</sup>. La nouvelle réglementation généralise le régime des plus-values à l'ensemble des rachats de titres détenus par des associés, mettant ainsi fin au mécanisme hybride de taxation (régime des distributions pour partie/régime des plus-values pour une autre partie) qui, jusqu'ici, s'appliquait concrètement aux rachats de titres suivis de leur annulation (réductions de capital non motivées par des pertes). En somme, le régime fiscal du profit issu du rachat de droits sociaux devint celui d'une simple vente, et ce tant pour les associés personnes physiques, pour qui ce nouveau régime se révèle très généralement plus favorable que l'ancien, que pour les associés personnes morales soumises à l'IS, pour qui au contraire il se révèle tantôt neutre, tantôt plus défavorable, incitant alors à se faire rembourser plutôt que racheter ses droits sociaux<sup>12</sup>.

Pour notre part, nous avons soutenu en 2001 une thèse de doctorat tendant notamment à démontrer que les rachats de titres par la société émettrice suivis de leur annulation ne sont pas des cessions mais des remboursements d'apport, et qu'il est aussi absurde d'assimiler ces opérations à des cessions de titres que de qualifier de cession la souscription de droits sociaux<sup>13</sup>. Notre analyse avait le mérite de faire échapper de telles opérations au régime de taxation des plus-values sur cessions de titres. Elle a quelque peu échappé au Conseil constitutionnel qui, au nom de l'égalité, a confondu une opération extinctive avec une opération translatrice. Le légis-

lateur a été ainsi conduit à mal faire. Disons-le sans détour : il n'est pas possible d'affirmer qu'en se faisant racheter ses titres par la société émettrice en vue d'échapper à la fiscalité des dividendes et de bénéficier d'une taxation du boni de rachat dans la catégorie des plus-values, le contribuable fait une application littérale de la loi contrairement aux intentions du législateur. Ce n'est pas possible, car l'intention du législateur qui a institué ce nouveau régime était précisément, ainsi que nous venons de le rappeler, de faire échapper l'opération au régime antérieur tant décrié de taxation en tant que dividendes, pour y substituer une taxation au titre des plus-values sur cession de titres<sup>14</sup>. Pour dire les choses autrement, la lettre de la loi et son esprit font ici corps, et en épousant la première, le contribuable épouse le second. Le vice du nouveau système, s'il y en a, est un vice originel : celui du législateur, et non du contribuable.

### 3. Le difficile abus de droit par simulation

L'abus de droit par simulation est celui qui repose sur un mensonge destiné à permettre au contribuable d'échapper en tout ou partie l'impôt<sup>15</sup>. Rien, ni personne, n'étant à l'abri du mensonge, aucune stratégie ne peut être par principe placée à l'écart du soupçon. Il existe trois types de simulations, en droit fiscal comme en droit civil : la simulation par acte fictif, la simulation par acte déguisé, et enfin la simulation par interposition de personne. Ces deux derniers procédés n'étant pas ceux qui permettent de caractériser un abus de droit par simulation des rachats de droits sociaux, nous focaliserons notre attention sur la simulation par acte fictif.

La simulation par acte fictif est celle reposant sur un acte fictif, que le contribuable a fait semblant de passer. Tel peut être le cas d'une société, lorsque le contribuable veut bénéficier des avantages fiscaux qu'elle lui procure sans assumer les contraintes qu'elle lui impose. Toute la difficulté est alors de caractériser la simulation. L'esprit étant difficile à sonder, la jurisprudence se rattache à des données objectives et recourt en pratique à un examen comparatif entre les effets que l'acte devrait produire, et les effets que l'acte a effectivement produits. Lorsque le décalage est très important, l'acte est considéré comme fictif. Tel est le cas évidemment lorsque l'effet stipulé dans l'acte est contraire par le comportement des parties : lorsque par exemple le donateur d'un bien se fait virer sur un compte bancaire à son nom le prix de vente du bien donné. La donation est alors fictive, et trahit à juste titre, l'existence d'un abus de droit par simulation d'une donation avant cession ; de même, lorsqu'il apparaît que le donateur avec réserve d'usufruit ne s'est pas réellement réservé l'usufruit, et que par exemple, il n'a pas continué à percevoir les loyers de l'immeuble donné pendant la période d'usufruit. Dans ce dernier cas, c'est alors non pas la donation en son entier qui est considérée comme fictive, mais la réserve d'usufruit ayant permis de réduire son assiette fiscale.

Il est en définitive peu probable qu'une réduction de capital non motivée par des pertes tombe sous le coup de l'abus de droit par simulation. Pour ce faire, il faudrait que le contribuable fasse croire au rachat de ses droits sociaux par la société alors que cela « ne correspond à aucune réalité »<sup>16</sup>.

→ Suite page 4

5. *Cons. const.*, 20 juin 2014, n° 2014-404 QPC, Machillot : *Dr. fisc.* 2014, n° 30, *comm.* 467, note A. de Bissy et M. Ferré, *Le régime fiscal du rachat de titres : inconstitutionnalité et avenir.*

6. *Cons.* 13.

7. Ce régime s'appliquait également lorsque les titres figuraient au bilan d'une société soumise à l'IS (*BOI-RPPM-RCM-10-20-30-20*, 14 oct. 2014, § 310).

8. *C. com.*, art. L. 225-209 et L. 225-209-2. – L. n° 2012-354, 14 mars 2012, art. 5, I, E et 6, II : *Dr. fisc.* 2012, n° 13, *comm.* 222. – D. n° 2014-543, 26 mai 2014, act. 403.

9. *DDHC*, 26 août 1789, art. 6.

10. *L. fin. rect.* n° 2014-1655, 29 déc. 2014.

11. *L. fin. rect.* 2014, n° 2014-1655, 29 déc. 2014, art. 88, note A. de Bissy : *JO* 30 déc. 2014.

12. R. Mortier, *Pourquoi préférer les remboursements aux rachats de titres dans les groupes de sociétés*, in *Mél. Serlooten* : Dalloz, 2015, p. 341.

13. R. Mortier, *Le rachat par la société de ses droits sociaux* : Dalloz, *Nouv. Bibl. thèses*, 2003.

14. En ce sens, C. Rontchevsky et Th. Stucker, *Une opération de rachat de titres suivie d'une réduction de capital non motivée par des pertes peut-elle être abusive ?* : *Actes prat. strat. patrimoniale* 2017, n° 4, dossier 29.

15. Fl. Deboissy, *La simulation en droit fiscal*, t. 276 : LGDJ, 1997, préf. M. Cozian.

16. M. Cozian, Fl. Deboissy et M. Chadeaux, *Précis de fiscalité des entreprises* : LexisNexis, 41<sup>e</sup> éd., 2017/2018, n° 2499.

Nous soulignons bien le fait que seul le rachat des droits sociaux serait alors nécessairement simulé, et non pas la réduction de capital, cette dernière étant en réalité sans effet sur le régime fiscal applicable à l'associé dont les titres sont préalablement rachetés (dans tous les cas s'applique désormais le régime des plus-values sur cessions de titres).

Reconnaissons que simuler une opération de rachat de titres est bien délicat, et qu'une telle pathologie serait facile à démontrer, par le seul fait que le registre des actionnaires ou sinon les statuts de la société porteraient trace de ce que les titres prétendument rachetés seraient restés en la possession de l'associé.

**LES CODES BLEUS 2018**  
Votre meilleur argument !

Retrouvez tous nos codes et ouvrages sur [boutique.lexisnexis.fr](http://boutique.lexisnexis.fr)

552 028 431 RCS PARIS 18BROMD019 - 02/2018 PHOTO © FREEPIK.COM

## 2 Connaissance de l'actionnariat



**Michel GERMAIN,**  
professeur émérite,  
université Paris II



**Isabelle TRÉMEAU,**  
secrétaire général ANSA



**Régis FOY,**  
juriste ANSA



**Hubert de VAUPLANE,**  
avocat associé,  
Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP



**Dominique MANGENET,**  
membre du comité juridique ANSA



**Jean-Paul VALUET,**  
secrétaire général honoraire ANSA



**Guillaume DESGENS-PASANAU,**  
magistrat,  
maître de conférences associé au CNAM,  
ancien chef du service juridique de la CNIL

### 1. - LA CONNAISSANCE DE L'ACTIONNARIAT DANS LES SOCIÉTÉS NON COTÉES

A. - Le compte nominatif et le dispositif d'enregistrement électronique partagé (DEEP)

- 1° Le compte nominatif
- 2° La blockchain et la connaissance de l'actionnariat
- 3° Les dernières questions posées par le DEEP

B. - Le bénéficiaire effectif

- 1° L'ordonnance du 1<sup>er</sup> décembre 2016
- 2° L'application dans le temps
- 3° La difficulté de l'identification du bénéficiaire effectif dans le cadre des groupes de sociétés

C. - Les actions en déshérence

- 1° L'évolution des textes
- 2° L'article L. 228-6-3 du Code de commerce
- 3° Les titres inactifs

D. - Les événements de la vie des actionnaires

- 1° La succession
- 2° La détention par un couple marié d'actions communes

### 2. - LA CONNAISSANCE DE L'ACTIONNARIAT DANS LES SOCIÉTÉS COTÉES

A. - Le TPI et l'intermédiaire inscrit

- 1° Forme nominative des titres et inscription en compte
- 2° Le titre au porteur identifiable
- 3° L'intermédiaire inscrit

B. - La directive révisée sur les droits des actionnaires de 2017 et les travaux de transposition

- 1° Principe européen d'identification de leurs actionnaires par les émetteurs

2° Modalités européennes d'identification des actionnaires

### 3. - LA CONNAISSANCE DE L'ACTIONNARIAT PAR LA LISTE DES ACTIONNAIRES ET PAR LA FEUILLE DE PRÉSENCE DES ACTIONNAIRES

A. - Les modalités d'exercice du droit de communication portant sur la liste des actionnaires et sur les feuilles de présence aux assemblées générales

- 1° Qui sont les bénéficiaires du droit de communication ?
- 2° À quelle occasion le droit peut-il être exercé et dans quel délai ?
- 3° En quel lieu le droit de communication doit-il être exercé ?
- 4° Selon quelles formes la société est-elle tenue de fournir l'information ?

B. - La nature des informations véhiculées par la liste d'actionnaires et par la feuille de présence

- 1° La feuille de présence
- 2° La liste d'actionnaires

C. - Les limites à l'utilisation des informations obtenues par l'actionnaire

D. - Les sanctions applicables en cas de manquement de la société à ses obligations de communication

- 1° L'injonction de faire, sous astreinte
- 2° Le risque de nullité de l'assemblée
- 3° L'action en responsabilité contre la société

## Introduction

1 - Ce sujet oriente naturellement vers plusieurs sous-thèmes possibles. Comment ? Qui ? Pourquoi ?

Le Comment est évidemment la première question qui vient à l'esprit. Il s'agit de décrire les instruments juridiques qui sont utilisables pour accéder à cette connaissance de l'actionnariat. L'on imagine bien que ces instruments puissent différer selon la situation de la société. Mais ces moyens peuvent être d'une grande diversité et tous ne seront pas envisagés : ainsi le franchissement de seuil donne-t-il lieu à une information particulière. Mais il s'agit d'une institution d'une grande complexité, qui mérite une étude autonome et qui ne sera pas traitée ici. On ajoutera que cette institution ne permet pas vraiment de connaître l'actionnariat, car elle procède par des évaluations globales, qui ne sont pas très discriminantes.

Le Qui renvoie à l'identification de ceux qui peuvent chercher à connaître les actionnaires.

Le Pourquoi conduit à s'interroger sur la finalité de cette connaissance recherchée.

2 - À y bien réfléchir, cette dernière interrogation intéresse peu les juristes. Les raisons de cette recherche importent peu, même si l'on peut penser que le plus souvent elles seront liées à l'appréhension des rapports de force qui existent entre les actionnaires ou entre majoritaires et minoritaires. La connaissance du patrimoine de tel ou tel peut aussi intéresser en soi. Mais par-delà ces raisons factuelles la technique juridique se moque de la finalité des instruments qu'elle nous propose et l'on se contentera de la technique.

Pour appréhender la technique juridique, le plus simple sera de distinguer le cas des sociétés non cotées du cas des sociétés cotées, car les paysages y sont très différents. Et l'on précisera à propos de chacun de ces cas si la connaissance est ouverte à la société, aux actionnaires ou aux tiers. Mais cette distinction entre sociétés non cotées et sociétés cotées n'est pas toujours pertinente et l'on envisagera dans une troisième partie des moyens de connaissance qui sont communs aux deux catégories et qui sont la liste des actionnaires et la feuille de présence.

Une difficulté particulière de ce sujet est sa très grande actualité. Celle-ci est évidemment le signe de l'intérêt du sujet, mais il est évident qu'elle complique son étude, car nombre de textes ne sont pas encore appliqués ou sont encore en gestation.

## 1. La connaissance de l'actionnariat dans les sociétés non cotées

3 - On examinera successivement comment la connaissance des actionnaires est possible au travers du compte nominatif ou d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé (DEEP ou en anglais *distributed ledger technology*, soit DLG) à venir, comment l'identité du bénéficiaire effectif est déterminable, comment est résolue la question des actions en déshérence dont le contact avec les titulaires a été perdu et comment des événements de la vie des actionnaires peuvent perturber la connaissance des actionnaires par la société. Les titres financiers non cotés sont décrits en une formule trop approximative. Ils doivent s'entendre des titres non admis aux opérations d'un dépositaire central ou non livrés dans un système de règlement-livraison.

## A. - Le compte nominatif et le dispositif d'enregistrement électronique partagé (DEEP)

**Michel GERMAIN,**  
professeur émérite, université Paris II

4 - Ces deux instruments juridiques ont rapport avec la connaissance de l'actionnariat, car tous deux représentent un moyen de connaissance par la société de ses actionnaires. L'on notera que ce moyen n'appartient qu'à l'émetteur dans le compte nominatif pur. Ni les actionnaires, ni les tiers n'ont accès à cette connaissance particulière des actionnaires. En revanche dans le DEEP il devrait être possible que les actionnaires aient également connaissance de l'identité des autres actionnaires, si l'infrastructure choisie le permet.

Les deux instruments sont à mettre en correspondance, car le DEEP actuel vise à substituer un système informatique usant d'une *blockchain* au système de comptes d'actionnaire tel qu'il est prévu pour les sociétés non cotées. Mais la compréhension du premier, qui contient le principe de base, est utile à l'éclairage du second système plus novateur. En fait tout dépend du rôle du DEEP. Si celui-ci ne constitue que le reflet des inscriptions, il ne s'agit alors que d'une technologie sans influence sur le régime juridique des titres. Si au contraire l'ensemble des titres émis par un émetteur est versé dans un DEEP et que les achats et les ventes ne peuvent plus s'effectuer que par l'intermédiaire de ce DEEP, celle-ci prend alors une autre dimension<sup>1</sup>. C'est vers cette solution que l'on s'est tourné : les inscriptions dans le DEEP sont considérées comme des inscriptions dans un compte-titre. Mais cette manière de substituer une nouvelle technique numérique à un *process* juridique matériel produit les mêmes effets que dans d'autres secteurs de la vie juridique. On cherche à conserver l'esprit du système selon un mode plus immatériel. Il faut alors transposer ou adapter les règles d'un système matériel à un système numérique et la difficulté réside évidemment dans la bonne manière d'effectuer cette transposition.

Pour mieux comprendre cette adaptation, l'on présentera d'abord les traits essentiels du compte nominatif des sociétés non cotées dans sa réglementation actuelle avant d'aborder la réglementation naissante et encore incomplète du DEEP et les questions non encore résolues.

### 1° Le compte nominatif

5 - La grande mutation opérée par la volonté de dématérialisation des titres décidée par la loi du 30 décembre 1981, qui fit que chaque titre devait être inscrit en compte, n'avait pas comme souci prioritaire de régler la situation des titres nominatifs. Dans la mesure où le souci de cette loi était d'abord fiscal et devait permettre de mieux connaître les fortunes mobilières, le nouveau système d'inscription en compte était surtout pensé pour connaître les titulaires de titres au porteur inconnus du fisc. Le système était moins pensé pour les actions nominatives. Il ne l'était même quasiment pas à l'origine pour les sociétés non cotées, ce qui se traduisait par un encadrement juridique plus que modeste. Dans la mesure où le DEEP est censé concerner d'abord les sociétés non cotées, nous nous intéresserons essentiellement aux seuls titres nominatifs non cotés.

#### a) La tenue des comptes

6 - À l'origine, la loi de 1981 et la loi de 1983 qui l'a complétée ne connaissaient que des règles très générales, distinguant titres au porteur et titres nominatifs, et n'avaient pas prévu de dispositif

1. Paris Europlace, *Les impacts des réseaux distribués et de la technologie blockchain dans les activités de marché*, 23 oct. 2017, p. 65.

spécial pour les valeurs mobilières non admises en SICOVAM, c'est-à-dire non cotées en bourse. Ce dispositif figurait dans un simple « cahier des charges des émetteurs teneurs de comptes de valeurs mobilières non admises en SICOVAM » qui était envoyé sous forme d'une lettre à l'ANSA du 29 février 1984. Cette lettre indiquait qu'une circulaire du ministre de l'Économie en date du 8 août 1983 avait traité du cas des valeurs admises en SICOVAM et que ce cahier des charges spécifiques s'appliquait aux autres valeurs mobilières. Cette lettre distinguait entre les petites sociétés et les grandes sociétés : les grandes sociétés étaient celles qui tenaient plus de 100 comptes d'actionnaires et étaient soumises à un régime dit « normal » ; celles comportant moins de 100 comptes d'actionnaires relevaient du régime dit « simplifié ». Les grandes sociétés devaient respecter un plan comptable relativement strict : dès qu'un droit était né au nom d'un actionnaire il devait être inscrit à son compte. Le régime normal était inspiré du régime des titres en SICOVAM. Le régime simplifié, qui était le plus répandu, était plus sommaire. Il prévoyait trois moments : l'enregistrement des actionnaires détenteurs du capital, l'enregistrement des mouvements de titres et la mise à jour des comptes d'actionnaires, qui devait être fait dans les 6 mois. Ce dispositif propre à la comptabilité des titres était issu d'une simple lettre ministérielle. C'est d'une manière aussi originale qu'il sera remplacé par un cahier des charges du Comité français d'organisation et de normalisation bancaire (CFONB) de juillet 2008 : ce cahier des charges est applicable aux teneurs de comptes d'instruments financiers non admis aux opérations d'un dépositaire central. La tenue des comptes est proche de ce que prévoyait la lettre ministérielle de 1984, avec une seule différence qui est la mise à jour des comptes au moins une fois par an, avant chaque tenue d'assemblée générale. Mais en l'absence de fondement juridique de ces textes comptables l'émetteur non coté peut procéder naturellement autrement.

#### b) L'évolution du cadre juridique

7 - Les dispositions proprement juridiques étaient limitées à quelques articles du décret n° 83-359 du 2 mai 1983, indiquant que la comptabilité titres est tenue par l'émetteur (titres nominatifs purs) ou par un intermédiaire habilité (titres nominatifs administrés). Subsistaient par ailleurs des dispositions du décret de 1967, concernant les titres nominatifs d'avant la dématérialisation, censées valoir aussi pour les titres nominatifs inscrits en compte.

Le cadre juridique a évolué, car les pouvoirs publics ont pensé que, l'inscription en compte devenant un moment clé, il convenait de le qualifier clairement sur le plan juridique. C'est ce qui est arrivé par plusieurs textes successifs.

Au lendemain de la loi de 1981, la jurisprudence avait conservé la solution traditionnelle d'un transfert de propriété *solo consensu* au moment de la convention des parties. À l'égard des tiers la vente ne prenait effet qu'à compter de l'inscription en compte. Il en allait différemment pour les sociétés cotées : le transfert de propriété résultait de l'inscription au compte de l'acheteur. Mais l'ordonnance du 24 juin 2004 s'inspire de ce même principe et l'article L. 228-1 du Code de commerce dispose : « ...le transfert de propriété résulte de l'inscription des valeurs mobilières au compte de l'acheteur dans des conditions fixées par décret en Conseil d'État ». La pratique hostile à une formule juridique trop contraignante fit pression pour que les dispositions du décret ne soient pas trop strictes : c'est ce qui se passa dans un décret n° 2006-1566 du 11 décembre 2006 qu'on attendit un certain temps et qui redonne relativement de liberté aux parties « l'inscription au compte de l'acheteur est faite à la date fixée par l'accord des parties et notifiée à la société émettrice (art. R. 228-10) ».

Il pouvait sembler alors que ces dispositions donnaient une grande force à l'inscription en compte. Pourtant les interprétations

étaient diverses et la réalité semblait plus limitée<sup>2</sup>. Aussi l'article L. 211-16 du Code monétaire et financier<sup>3</sup> s'efforce-t-il de donner une sécurité maximale à l'inscription en compte en disposant que l'acquisition ne peut pas être remise en cause : « nul ne peut revendiquer pour quelque cause que ce soit un titre financier, dont la propriété est acquise de bonne foi par le titulaire du compte titres, dans lequel ces titres sont inscrits ».

8 - À l'issue de cette courte histoire il apparaît que l'inscription en compte est l'élément clef pour constater la propriété des titres et la circulation des titres. Or, le DEEP ne connaît pas de compte mais seulement une suite d'écritures dans un registre décentralisé, cette technologie ne fonctionnant pas par un débit d'un compte et crédit d'un autre compte, mais comme une suite de transactions<sup>4</sup>. Ce journal d'écritures chronologiquement tenu n'est pas très différent de ce que la comptabilité des titres prévoit. Mais, dans la mesure où ce qui importe est le compte, il faudra que les nouveaux textes fassent le saut entre un registre des arrivées organisé par le DEEP et un compte d'actionnaires. Ce sera le but premier des nouveaux textes que de décider que l'enregistrement dans le DEEP constitue une inscription en compte<sup>5</sup>.

Michel GERMAIN

## 2° La blockchain et la connaissance de l'actionariat

Hubert de VAUPLANE,  
avocat associé,  
Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP

9 - La technologie de *blockchain* semble ouverte à un grand avenir. Que ce soit dans les activités industrielles, commerciales ou financières, les caractéristiques de cette technologie – fiabilité et sécurité – ouvrent des champs d'exploitation immenses : banques, assurance, santé, industrie pharmaceutique, activités logistiques, industrie musicale, énergie, immobilier, droit de vote, et pourquoi pas meilleure connaissance pour les sociétés de leur actionariat ? Comment cette technologie pourrait affecter le fonctionnement des sociétés et les relations avec leurs actionnaires ?

### a) Rappel du fonctionnement de la blockchain

10 - La *blockchain* est une technologie de stockage et de transmission d'informations, transparente, sécurisée par le recours à des procédés cryptographiques, et fonctionnant sans organe central de contrôle, sous forme d'un registre distribué. Plus largement, une *blockchain* constitue une base de données (un registre) qui contient l'historique de toutes les transactions effectuées entre ses utilisateurs depuis sa création. Cette base de données est sécurisée et distribuée : elle est partagée par ses différents utilisateurs, sans intermédiaire, ce qui permet à chacun de vérifier la validité de la chaîne, sans que l'un des utilisateurs ne dispose d'un pouvoir supérieur sur les autres. Il est distribué en cela que tout participant actif (ou « nœud ») du réseau dispose de sa propre copie et peut le consulter et éventuellement le modifier en résolvant un problème cryptographique. Aucun organe central de contrôle n'est ainsi requis et l'ajout d'un nouveau bloc d'informations à ce registre s'effectue selon une périodicité qui varie en fonction des infrastructures, selon un algorithme de consensus permettant à tous les membres actifs du réseau de vérifier la validité des transactions proposées. Précisons aussi qu'il n'y a pas une *blockchain* mais autant de *blockchains* qu'il y a des protocoles d'infrastructures (comme le Bitcoin, ou l'Ether). De la même manière, une distinction doit à cet égard être faite entre *blockchain* et registres distribués (Distributed Ledger Technology – DLT), selon que le proto-

2. H. Synvet, *La propriété des valeurs mobilières en droit français in 20 ans de dématérialisation* : Rev. Banque, 2005, p. 37.  
3. Ord. n° 2009-15, 8 janv. 2009.  
4. Paris Europlace, préc. note n° 1, spéc. p. 67.  
5. D. Legeais, *Utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé pour la représentation et la transmission de titres financiers* : JCP E 2018, act. 58.

cole d'infrastructure est ouvert ou fermé à tous. Toutes les bases de données distribuées n'ont pas forcément une structure en « chaîne de blocs », et inversement, les *blockchains* ne sont *stricto sensu* que des cas particuliers des registres distribués.

### b) La blockchain et le droit des titres

11 - Si la technologie de la *blockchain* semble avoir de nombreux développements dans de nombreuses activités commerciales, c'est dans le domaine des activités financières que les utilisations paraissent les plus prometteuses. Au sein de celles-ci, les activités de post-marché, c'est-à-dire de règlement/livraison et de tenue de compte des titres, font l'objet d'une attention toute particulière.

Sur cet aspect, la France a été l'un des premiers pays à légiférer sur la reconnaissance des effets de la *blockchain* sur le transfert des titres.

Une première ordonnance n° 2016-520 du 28 avril 2016 relative aux bons de caisse est venue autoriser le recours à la technologie de DLT pour les opérations de transferts des minibons<sup>6</sup>. Une seconde ordonnance n° 2017-1674 du 8 décembre 2017 est venue modifier le Code monétaire et financier afin de permettre la représentation et la transmission, au moyen d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé, des titres financiers qui ne sont pas admis aux opérations d'un dépositaire central ni livrés dans un système de règlement et de livraison d'instruments financiers<sup>7</sup>. Cette ordonnance a été précédée de deux consultations publiques et de nombreux travaux de place : tout d'abord, une première consultation de place lancée par la direction du Trésor de mars à mai 2017<sup>8</sup> suivie d'une synthèse<sup>9</sup>, afin de cerner les contours du projet, et une seconde consultation de place de septembre à octobre 2017, à partir d'un projet de texte<sup>10</sup>.

Dans son utilisation, la DLT conduit à ne recourir qu'à la seule forme nominative des titres. En effet, un registre distribué supprimant tout intermédiaire entre le titulaire des titres et l'émetteur, ce n'est que sous la forme nominative pure que les titres peuvent circuler dans une DLT.

Comme on le sait, la notion de compte et celle de tenue de compte sont centrales dans la conception française du droit des titres. En droit positif français, la représentation des titres financiers s'effectue au moyen de leur inscription en compte au nom de leur propriétaire. Au point d'ailleurs de lier le transfert de propriété à l'inscription en compte : selon l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier, « *Le transfert de propriété de titres financiers résulte de l'inscription de ces titres au compte-titres de l'acquéreur* ». Cette notion de propriété comme droit absolu de l'investisseur vis-à-vis de l'émetteur de l'instrument financier est une pierre angulaire de la conception française du droit des titres.

### c) Réforme apportée par l'ordonnance du 8 décembre 2017

12 - Avec l'ordonnance du 8 décembre 2017, une nouvelle forme de détention des titres « non cotés » apparaît. À côté de l'inscription en compte figure maintenant l'inscription dans un registre distribué. Ce sont dorénavant deux modes de détention

possibles pour les propriétaires de titres, au choix de l'émetteur (et non des actionnaires). L'ordonnance de 2017 limite le recours à une DLT pour les seuls titres financiers qui ne sont pas admis aux opérations d'un dépositaire central ni livrés dans un système de règlement et de livraison d'instruments financiers, ce que l'on appelle un peu abusivement dans la pratique les « titres non cotés ». Ainsi, toutes les fois où il est mentionné dans le Code de commerce ou le Code monétaire et financier la notion d'inscription en compte, l'article en question est modifié pour être complété par l'insertion de la notion de « *dispositif d'enregistrement électronique partagé* ». Tel est le cas, par exemple, de l'article L. 211-3, alinéa 2 du Code monétaire et financier : « *L'inscription dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé tient lieu d'inscription en compte* ».

13 - L'assimilation juridique entre inscription en compte et enregistrement dans un registre s'explique par le choix législatif opéré, à savoir celui de ne pas créer un régime juridique nouveau pour ce mode de détention *via* une DLT mais de considérer que l'enregistrement dans une DLT équivaut à une inscription en compte quant à ses effets juridiques. Cette fiction légale était indispensable, sauf à créer un régime juridique totalement novateur, car depuis la dématérialisation des titres, on sait que ceux-ci ne sont plus représentés que par une inscription en compte. L'aspect comptable est effectivement déterminant dans les systèmes de titres inscrits en compte. Toute la sécurité juridique est fondée sur le système de comptabilité titres tenue par débit-crédit : le transfert de propriété des titres doit se traduire par un débit et un crédit sur deux comptes différents. Cette approche comptable assure l'intégrité de l'ensemble puisque la notion de débit et de crédit et d'équivalence des positions entre le compte émission chez l'émetteur et les comptes ouverts au nom des propriétaires (chez l'émetteur dans le cadre du nominatif, ou chez les teneurs de compte dans le cadre des titres au porteur) permet d'assurer la sécurité du dispositif. Or, il n'y a pas de « comptes » dans la *blockchain*, mais une suite d'informations tenues sous forme d'un registre ou grand livre comptable distribué, sans débit, ni crédit. Un peu comme l'est le registre des mouvements de titres pour les sociétés non cotées où les transactions apparaissent les unes à la suite des autres, par ordre chronologique. Ce qui explique pourquoi l'ordonnance de 2017 opère une assimilation juridique entre inscription en compte et inscription dans un registre.

14 - En fait, pour les sociétés « non cotées », l'utilisation de la *blockchain* revient à moderniser le régime de tenue des comptes de titres nominatifs. On sait que ces sociétés doivent disposer d'un « registre de mouvement de titres » dans lequel sont retranscrites toutes les opérations relatives aux titres de la société concernée (émissions, augmentations de capital, cessions, nantissements, etc.). Il s'agit d'un « livre journal » qui doit être coté et paraphé au greffe du tribunal de commerce auprès duquel la société est immatriculée. À côté de ce registre, la société doit tenir dans sa comptabilité un compte « émission » qui retrace l'ensemble des émissions de titres de la société et le volume des titres émis par celle-ci ; ce compte, structurellement débiteur, n'est mouvementé qu'à l'occasion d'opérations sur le capital et représente toujours le total des titres émis. Enfin, en parallèle, la société ou son mandataire désigné doit tenir des « comptes d'inscription » ou « comptes de titulaires » au nom de chacun des actionnaires dans lesquels sont inscrits des titres financiers dont ils sont propriétaires. C'est sur ces derniers comptes que la *blockchain* peut intervenir en remplaçant ceux-ci par un enregistrement dans la DLT. Autrement dit, le recours à une DLT ne conduit pas à modifier la comptabilité propre des sociétés émettrices, mais à offrir la possibilité à ces sociétés de recourir à une nouvelle technologie pour inscrire les titres de leurs actionnaires. En fait, il s'agit d'élargir les choix dans le mode du registre des mouvements. On sait en effet que la société émettrice peut mandater un tiers pour effectuer la tenue des comptes-titres (C. mon. fin., art. R. 211-3). Ce tiers peut réaliser la tenue des inscriptions en compte selon tout moyen dès lors que les informa-

6. Rapp. au président de la République : [www.legifrance.gouv.fr/eli/rapport/2016/4/29/FCPT1608300P/jo](http://www.legifrance.gouv.fr/eli/rapport/2016/4/29/FCPT1608300P/jo).

7. Rapp. au Président de la République : [www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?sessionId=CF3B2B50EB6CD9CA078EABCAC55E9D71.tplgfr25s\\_1?cidTexte=JORFTEXT000036171895&categorieLien=id](http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?sessionId=CF3B2B50EB6CD9CA078EABCAC55E9D71.tplgfr25s_1?cidTexte=JORFTEXT000036171895&categorieLien=id).

8. Consultation publique sur l'ordonnance « Blockchain » applicable à certains titres financiers : [www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/16101\\_consultation-publique-ordonnance-blockchain-applicable-a-certains-titres-financiers](http://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/16101_consultation-publique-ordonnance-blockchain-applicable-a-certains-titres-financiers).

9. Synthèse de la consultation publique sur la transmission de certains titres financiers au moyen de la technologie « blockchain », 31 août 2017 : [www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/2017/08/31/synthese-de-la-consultation-publique-sur-la-transmission-de-certains-titres-financiers-au-moyen-de-la-technologie-blockchain](http://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/2017/08/31/synthese-de-la-consultation-publique-sur-la-transmission-de-certains-titres-financiers-au-moyen-de-la-technologie-blockchain).

10. Projet d'ordonnance blockchain/titres financiers : [www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/2017/09/19/consultation-publique-projet-d-ordonnance-blockchain-titres-financiers](http://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/2017/09/19/consultation-publique-projet-d-ordonnance-blockchain-titres-financiers).



tions requises par la loi dans le registre des mouvements de titres sont présentes : format papier, format de feuille Excel ou équivalent, format électronique avec la *blockchain*. Dans tous les cas, l'intermédiaire agit au titre d'un mandat au nom et pour le compte de la société émettrice, qui reste responsable de la bonne tenue de son registre des mouvements vis-à-vis des tiers. Dans ces conditions, il n'a pas semblé utile d'imposer au gestionnaire de DLT un statut juridique particulier. Tout autre pourrait être le cas si l'émetteur voulait se décharger totalement de la responsabilité de la tenue de son registre de mouvement de titres. Mais avec la technologie DLT, il serait possible d'aller plus loin et qu'un émetteur de titres « non cotés », confie contractuellement à un tiers la tenue de ce registre des mouvements au titre d'un contrat de prestation de services, et non au titre d'un mandat. Dans un tel cas, la responsabilité vis-à-vis des tiers en cas d'erreur sur ce registre devrait pouvoir être transférée à ce prestataire. Un tel transfert nécessiterait cependant une modification législative compte tenu de la rédaction actuelle de l'article L. 211-3 du Code monétaire et financier afin d'ajouter, en sus de l'émetteur et des intermédiaires habilités, un gestionnaire de DLT. Se poserait alors la question de savoir s'il ne convient pas en un tel cas de prévoir un statut juridique particulier à ce prestataire agissant en qualité de gestionnaire de la DLT. La question n'est pas (encore) tranchée mais pourrait évoluer prochainement. Notamment pour les parts et actions d'organismes de placement collectifs pour lesquels le recours à la technologie de la *blockchain* semble permettre de répondre à la difficulté actuelle de connaissance des investisseurs (ce que l'on appelle dans le jargon, la « tenue du passif ») lorsque les titres sont tenus sous la forme au porteur, ce qui est la situation la plus fréquente dans les activités de gestion collective sous forme d'OPC. C'est donc via les activités de gestion que l'utilisation de *blockchain* comme outil de connaissance des actionnaires pour les émetteurs semble le plus prometteur. Avant un jour d'être étendu aux titres de sociétés cotés.

Hubert de VAUPLANE

### 3° Les dernières questions posées par le DEEP

Michel GERMAIN,  
professeur émérite, université Paris II

15 - La publication de l'ordonnance a donné lieu à des travaux préparatoires de la place de Paris très passionnés. Mais tout n'a pas été résolu dans le texte de l'ordonnance de 2017. Certes il est prévu que le DEEP puisse avoir le même effet que l'inscription dans un compte, mais il reste des difficultés à résoudre, comme le dit le nouvel article L. 211-3 dernier alinéa : « Un décret en Conseil d'État fixe les conditions dans lesquelles les titres financiers peuvent être inscrits dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé mentionné ci-dessus, présentant des garanties, notamment en matière d'authentification, au moins équivalentes à celles présentées par une inscription en compte-titres ». Parmi les précisions à apporter figure notamment celles concernant l'authentification. Ce « notamment » met l'accent sur les doutes qu'il faut encore lever.

L'authentification est une première exigence. Peut-elle être satisfaite par la signature électronique ? Le rapport d'Europlace est optimiste sur ce point car il note le point commun entre signature électronique et *blockchain*, qui toutes deux reposent sur des techniques de cryptographie asymétrique<sup>11</sup>. Une deuxième difficulté a trait à l'exercice des droits des actionnaires : dans la mesure où le compte nominatif contient toutes les actions d'un actionnaire donné, l'absence d'agrégation des positions enregistrées successivement pose problème pour l'exercice des droits des actionnaires. Une troisième difficulté est déjà signalée par le nouvel article L. 211-20 du Code monétaire financier dans un nouvel

alinéa : « Un décret en Conseil d'État précise les modalités d'application du présent article au nantissement de titres financiers inscrits dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé... ». On imagine bien la difficulté qu'il y a à passer d'un nantissement de compte, tel qu'il existe actuellement à un nantissement de titres financiers.

16 - Enfin du point de vue de l'émetteur, on s'interrogera sur la modalité du choix du DEEP : est-ce une décision qui relève des statuts ou d'une simple information des actionnaires ? Il semble que la modification est telle dans le fonctionnement de la société que les statuts doivent au moins prévoir cette nouvelle modalité. Assurément en début de vie sociale. Si la décision était prise en cours de vie sociale, cette modification doit-elle être prise à la majorité ou à l'unanimité ? On peut imaginer que l'inquiétude devant ces nouvelles techniques puisse conduire à la seconde option.

Michel GERMAIN

### B. - Le bénéficiaire effectif

Isabelle TRÉMEAU,  
secrétaire général ANSA

17 - Une réforme récente invite à s'arrêter sur la notion de bénéficiaire effectif, qui n'est pas utilisée dans le cadre de la connaissance par les sociétés de leurs propres actionnaires, mais tend à assurer la connaissance par certains tiers du bénéficiaire final d'une société, ce qui peut imposer de dépasser l'actionnariat direct de cette dernière.

C'est la directive 2015/849 du 20 mai 2015, « dite 4<sup>e</sup> directive anti-blanchiment »<sup>12</sup> qui a renforcé, dans la suite des engagements pris au sein du GAFI, le cadre européen de la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme (LAB-FT), en imposant notamment aux États membres de mettre en place des registres nationaux des bénéficiaires effectifs des sociétés non cotées<sup>13</sup> et de certains trusts, afin de permettre aux entités assujetties au dispositif de LAB-FT d'identifier les bénéficiaires effectifs de leurs clients.

#### 1° L'ordonnance du 1<sup>er</sup> décembre 2016

18 - Conformément à l'engagement des États membres de transposer par anticipation ces nouvelles dispositions dès la fin de l'année 2016<sup>14</sup>, l'ordonnance n° 2016-1635 du 1<sup>er</sup> décembre 2016 renforçant le dispositif français de lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme<sup>15</sup> a intégré ces mesures en droit français<sup>16</sup>. Le décret n° 2017-1094 du 12 juin 2017 relatif au registre des bénéficiaires effectifs a précisé les modalités de dépôt au RCS et le contenu du document relatif aux bénéficiaires effectifs, ainsi que les conditions de communication de ce document.

12. Dir. 2015/849, 20 mai 2015, relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins de blanchiment de capitaux ou du financement du terrorisme.

13. Sont exemptées les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé (donc pas exclusivement celles dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé). Le Conseil national des greffiers des tribunaux de commerce considère que les sociétés cotées doivent identifier leurs bénéficiaires effectifs mais sont dispensées d'en faire la déclaration au greffe (Fiche prat., 17 nov. 2017).

14. La directive fixe le délai de transposition au 26 juin 2017.

15. Ord. prise en application de la loi n° 2016-731 du 3 juin 2016 renforçant la lutte contre le crime organisé, le terrorisme et leur financement, et améliorant l'efficacité et les garanties de la procédure pénale.

16. On signalera en outre que l'Agence française anticorruption recommande aux sociétés d'identifier le bénéficiaire effectif de leur co-contractant, ce qui constitue une extension des obligations de vigilance en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme qui ne sont légalement applicables qu'à certaines entités, dites « établissements assujettis » : « Recommandations destinées à aider les personnes morales de droit public et de droit privé à prévenir et à détecter les faits de corruption, de trafic d'influence, de concussion, de prise illégale d'intérêt, de détournement de fonds publics et de favoritisme », publiées le 22 décembre 2017 : [www.economie.gouv.fr/files/files/directions\\_services/afa/2017\\_-\\_Recommandations\\_AFA.pdf](http://www.economie.gouv.fr/files/files/directions_services/afa/2017_-_Recommandations_AFA.pdf).

11. Paris Europlace, préc note n° 1, spéc. p. 84.

Les sociétés, qui sont tenues « d'obtenir et de conserver des informations exactes et actualisées sur leurs bénéficiaires effectifs », doivent déposer au greffe du tribunal de commerce, en vue de son annexion au RCS, « un document relatif au bénéficiaire effectif contenant les éléments d'identification et le domicile personnel de ce dernier ainsi que les modalités du contrôle qu'il exerce » (C. mon. fin., art. L. 561-46). Ce document, daté et signé par le représentant légal, doit comprendre les informations suivantes (C. mon. fin., art. R. 561-56)<sup>17</sup> :

- société : dénomination ou raison sociale, forme juridique, adresse du siège social et, le cas échéant numéro unique d'identification complété par la mention RCS suivie du nom de la ville du greffe d'immatriculation ;

- bénéficiaire effectif : identification (nom, nom d'usage, pseudonyme, prénoms, date et lieu de naissance, nationalité, adresse personnelle), modalités du contrôle exercé et date d'acquisition de la qualité de bénéficiaire effectif.

Le manquement à ces obligations est puni de six mois d'emprisonnement et de 7 500 € d'amende, ainsi que de certaines peines complémentaires (C. mon. fin., art. L. 561-49)<sup>18</sup>.

19 - Le droit d'accès au registre des bénéficiaires effectifs est limité à une liste exhaustive de personnes et autorités habilitées (C. mon. fin., art. L. 561-46 et R. 561-57 à R. 561-59) :

- la société ou l'entité juridique l'ayant déposé ;
- sans restriction les autorités compétentes suivantes, dans le cadre de leur mission<sup>19</sup> : les autorités judiciaires ; la cellule de renseignement financier nationale ; les agents de l'administration des douanes agissant sur le fondement des prérogatives conférées par le Code des douanes ; les agents habilités de l'administration des finances publiques chargés du contrôle et du recouvrement en matière fiscale ; les autorités de contrôle mentionnées à l'article L. 561-36 (notamment ACPR et AMF) ;
- les personnes assujetties à la lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme dans le cadre d'une au moins des mesures de vigilance prévues par le Code monétaire et financier ;
- toute autre personne justifiant d'un intérêt légitime et autorisée par le juge commis à la surveillance du RCS auprès duquel est immatriculée la société ou l'entité juridique.

### 2° L'application dans le temps

20 - Si, aux termes du décret du 12 juin 2017, les obligations relatives au registre des bénéficiaires effectifs sont immédiatement applicables aux sociétés immatriculées à compter du 1<sup>er</sup> août

17. Le greffier du tribunal de commerce vérifie que les informations relatives au bénéficiaire effectif sont complètes et conformes aux dispositions législatives et réglementaires, correspondent aux pièces justificatives et pièces déposées en annexe et sont compatibles, dans le cas d'une demande de modification, avec l'état du dossier (C. mon. fin., art. L. 561-47). En outre, le président du tribunal, d'office ou sur requête du procureur de la République ou de toute personne justifiant y avoir intérêt, peut enjoindre, au besoin sous astreinte, à toute société de procéder ou faire procéder aux dépôts de pièces relatifs au bénéficiaire effectif auxquels elle est tenue. Dans les mêmes conditions, le président peut également désigner un mandataire chargé d'accomplir ces formalités. Si la société a désigné un commissaire aux comptes, le mandataire peut obtenir de ce dernier communication de tous renseignements nécessaires (C. mon. fin., art. L. 561-48).

18. Les personnes physiques déclarées coupables de l'infraction prévue au premier alinéa encourent également les peines d'interdiction de gérer prévue à l'article 131-27 du Code pénal et de privation partielle des droits civils et civiques prévue au 2° de l'article 131-26 du même code.

Les personnes morales déclarées pénalement responsables, dans les conditions prévues par l'article 121-2 du Code pénal, de l'infraction prévue au premier alinéa encourent, outre l'amende suivant les modalités prévues par l'article 131-38 du Code pénal, les peines prévues aux 1°, 3°, 4°, 5°, 6°, 7° et 9° de l'article 131-39 du même code.

19. Ces autorités reçoivent en temps utile à leur demande ou à l'initiative des autorités compétentes des États membres de l'Union européenne ou communiquent en temps utile, à leur demande ou à l'initiative de ces autorités, les informations nécessaires à l'accomplissement de leur mission.

2017<sup>20</sup>, la définition même du bénéficiaire effectif ne sera précisée que dans un autre décret d'application de l'ordonnance du 1<sup>er</sup> décembre 2016. L'actuel article R. 561-1 du Code monétaire et financier<sup>21</sup>, adopté dans le cadre du régime européen antérieur à la 4<sup>e</sup> directive, doit en effet être adapté pour intégrer les éléments nouveaux introduits par cette dernière<sup>22</sup>. Ce second décret n'a toutefois toujours pas été publié.

Malgré l'absence de publication de ce décret, le greffe exige des sociétés nouvellement constituées qu'elles déposent le document qui y est relatif (les sociétés qui étaient constituées avant le 1<sup>er</sup> août 2017 peuvent procéder au dépôt du registre des bénéficiaires effectifs jusqu'au 1<sup>er</sup> avril 2018). Le Conseil national des greffiers des tribunaux de commerce a en outre publié en novembre 2017 une fiche pratique présentant 15 schémas pour identifier les bénéficiaires effectifs dans les sociétés<sup>23</sup>.

### 3° La difficulté de l'identification du bénéficiaire effectif dans le cadre des groupes de sociétés

#### a) La méthode de calcul de la détention indirecte

21 - Les textes français, interprétés à la lumière des directives, imposent d'identifier quel est indirectement le bénéficiaire effectif, en remontant la chaîne des sociétés contrôlantes jusqu'à une ou plusieurs personnes physiques répondant à cette définition (soit aux termes de la directive, personne physique qui, en dernier ressort, détient ou contrôle la société déclarante, ce qui est le cas lorsqu'est détenue une participation de 25 % plus une action).

20. Pour les sociétés qui n'étaient pas constituées à la date d'entrée en vigueur du décret, le document doit être déposé au greffe lors de la demande d'immatriculation ou au plus tard dans les 15 jours de la délivrance du récépissé de dépôt du dossier de création d'entreprise. Les autres sociétés devront satisfaire à cette obligation au plus tard le 1<sup>er</sup> avril 2018. Un nouveau document doit en outre être déposé dans les trente jours de tout fait ou acte rendant nécessaire la rectification ou le complément des informations transmises (C. mon. fin., art. R. 561-55).

21. Aux termes de l'actuel article R. 561-1 du Code monétaire et financier, « Lorsque le client d'une des personnes mentionnées à l'article L. 561-2 est une société, on entend par bénéficiaire effectif de l'opération la ou les personnes physiques qui soit détiennent, directement ou indirectement, plus de 25 % du capital ou des droits de vote de la société, soit exercent, par tout autre moyen, un pouvoir de contrôle sur les organes de gestion, d'administration ou de direction de la société ou sur l'assemblée générale de ses associés ».

22. Aux termes de l'article 3.6 de la 4<sup>e</sup> directive, le bénéficiaire effectif est défini comme « la ou les personnes physiques qui, en dernier ressort, possèdent ou contrôlent le client et/ou la ou les personnes physiques pour lesquelles une transaction est exécutée, ou une activité réalisée, et qui comprend au moins :

a) dans le cas des sociétés :

i) la ou les personnes physiques qui, en dernier ressort, possèdent ou contrôlent une entité juridique, du fait qu'elles possèdent directement ou indirectement un pourcentage suffisant d'actions ou de droits de vote ou d'une participation au capital dans cette entité, y compris au moyen d'actions au porteur ou d'un contrôle par d'autres moyens, autre qu'une société cotée sur un marché réglementé qui est soumise à des obligations de publicité compatibles avec le droit de l'Union ou soumise à des normes internationales équivalentes qui garantissent la transparence adéquate pour les informations relatives à la propriété. Une participation dans l'actionariat à hauteur de 25 % des actions plus une ou une participation au capital de plus de 25 % dans le client, détenu par une personne physique, est un signe de propriété directe. Une participation dans l'actionariat à hauteur de 25 % des actions plus une ou une participation au capital de plus de 25 % dans le client, détenu par une société, qui est contrôlée par une ou plusieurs personnes physiques, ou par plusieurs sociétés, qui sont contrôlées par la ou les mêmes personnes physiques, est un signe de propriété indirecte. Ceci s'applique sans préjudice du droit des États membres de décider qu'un pourcentage plus bas peut être un signe de propriété ou de contrôle. Le contrôle par d'autres moyens peut être établi notamment conformément aux critères visés à l'article 22, paragraphes 1 à 5, de la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil ;

ii) si, après avoir épuisé tous les moyens possibles et pour autant qu'il n'y ait pas de motif de suspicion, aucune des personnes visées au point i) n'est identifiée, ou s'il n'est pas certain que la ou les personnes identifiées soient les bénéficiaires effectifs, la ou les personnes physiques qui occupent la position de dirigeant principal ; les entités assujetties conservent les informations relatives aux mesures qui ont été prises afin d'identifier les bénéficiaires effectifs dans le cadre du point i) et du présent point ».

23. V. [www.infogreffe.fr](http://www.infogreffe.fr), Fiche pratique présentant 15 schémas pour identifier les bénéficiaires effectifs dans les sociétés.

En l'absence de précision sur la méthode de calcul de la détention indirecte, on pourrait choisir soit la méthode du produit des participations, soit celle du contrôle sur la ou les sociétés intercalaires au sens de l'article L. 233-4 du Code de commerce. La fiche pratique du Conseil national des greffiers des tribunaux de commerce retient la méthode du produit des participations pour déterminer les cas de détention directe ou indirecte de 25 % du capital<sup>24</sup> mais admet que la chaîne de contrôle majoritaire peut servir de critère alternatif au titre des autres moyens de contrôle mentionnés par la directive<sup>25</sup>.

#### b) La désignation par défaut

22 - La question se pose de savoir quel mandataire social doit être mentionné par la société déclarante lorsqu'il ne lui a pas été possible, en remontant la chaîne des sociétés contrôlantes, d'identifier une personne physique répondant aux critères du bénéficiaire effectif. La fiche pratique du Conseil national des greffiers des tribunaux de commerce considère toutefois qu'à défaut d'identification selon les critères de la directive, le ou les représentants légaux de la société déclarante sont les bénéficiaires effectifs<sup>26</sup>.

#### c) L'incidence de la présence d'une société faïtière cotée

23 - La société cotée étant exemptée de l'obligation d'identification de ses bénéficiaires effectifs en raison des obligations de transparence qui pèsent sur ses actionnaires significatifs, la question s'est posée de savoir s'il revenait à une société contrôlée non cotée de « percer » cet écran. En d'autres termes, la société contrôlée doit-elle déclarer la personne physique contrôlant, directement ou indirectement, la société cotée, voire la personne physique détenant une participation d'au moins 25 % dans celle-ci ?

La fiche pratique du Conseil national des greffiers des tribunaux de commerce considère que « la société filiale de la société cotée n'est pas dispensée de déposer [le registre des bénéficiaires effectifs] au greffe, mais simplement de rechercher les BE au titre des détentions ou autres moyens de contrôle. Elle se contentera dès lors d'une identification par défaut, en mentionnant son représentant légal ». Le Conseil national ajoute que « pour éviter toute difficulté, lors du contrôle par le greffier, il est opportun que le représentant légal de la [filiale] rappelle que cette société est une filiale d'une société cotée en précisant les principaux éléments d'identification de cette dernière »<sup>27</sup>.

Isabelle TRÉMEAU

## C. - Les actions en déshérence

Michel GERMAIN,  
professeur émérite, université Paris II  
et Jean-Paul VALUET,  
secrétaire général honoraire ANSA

24 - La question des actions en déshérence – ou des actions au titulaire inconnu – est posée depuis longtemps et le législateur s'est efforcé dans un parcours assez sinueux de créer des règles adaptées à cette situation. À vrai dire le législateur a eu de la peine à envisager la question dans sa spécificité et il a pensé ce problème à partir des interrogations posées par la dématérialisation des titres décidée en 1981. Ce qui n'a pas rendu les textes du Code de commerce d'une lecture très aisée. Ajoutons que la déshérence des actions ne relève du droit des sociétés que pour ce qui concerne les titres nominatifs, car dès qu'un teneur de comptes fait écran c'est à lui de s'enquérir de l'identité et de l'adresse de ses clients<sup>28</sup>.

### 1° L'évolution des textes

25 - La progression des textes a été compliquée et on la rappellera dans ses grandes lignes. Elle est d'autant plus compliquée qu'elle concerne à la fois les titres cotés et ceux qui ne le sont pas.

26 - La dématérialisation des titres en droit français a donné naissance au premier texte autorisant les émetteurs à vendre les titres qui ne correspondaient pas à la nouvelle forme voulue par la loi de dématérialisation ; encore fallait-il distinguer actions au porteur et actions nominatives. Pour ce qui est des actions au porteur, le décret n° 83-359 du 2 mai 1983, pris en application de la loi de dématérialisation du 30 décembre 1980, prévoyait que 5 ans après la publication de ce décret de 1983, soit le 3 mai 1988, les émetteurs procédaient à la vente des droits correspondants aux titres non inscrits en compte. La publicité de cette vente était organisée par le décret de 1983<sup>29</sup>. Cette règle fut reprise par l'article L. 211-4 du Code monétaire et financier. Quant aux titulaires de titres nominatifs qui n'avaient pas exprimé de volonté particulière avant le 3 mai 1988 ils étaient présumés vouloir conserver leurs titres sous la forme de titres nominatifs purs<sup>30</sup>.

27 - On aurait pu s'arrêter là pour ce qui est des conséquences de la dématérialisation, car la question semblait résolue. Pourtant cet article 13 du décret de 1983 est modifié par un décret n° 92-473 du 2 mai 1992. Cet ajout fait par le décret de 1992 va au-delà du décret n° 83-359 de 1983, qui avait pour seule fonction de mettre en place le nouveau régime de titres dématérialisés. Tout en prenant appui sur la technique juridique de vente qui avait son siège dans l'alinéa 2 de l'article 13 du décret n° 83-359 de 1983 l'ajout en question – inscrit dans l'alinéa 3 de ce même article 13 – vise à éliminer des fichiers nominatifs les actionnaires ayant cessé de se manifester depuis le 3 mai 1984<sup>31</sup> : « Seront vendus...les droits correspondant aux titres nominatifs inscrits d'office en compte par l'émetteur...lorsque les personnes au nom desquelles l'inscription a été faite n'ont pu être atteintes par l'avis que l'émetteur devait leur faire parvenir... et ne se sont pas manifestées depuis cette époque auprès de l'émetteur ». Il apparaît bien que la dématérialisation n'est qu'un prétexte puisque normalement la question ne se pose pas au regard de la dématérialisation : les titres au porteur devaient être inscrits en compte et les titres nominatifs étaient présumés conservés. C'est une autre question qui se pose et qui est résolue par ce biais. Cette procédure vise en fait essentiellement les actionnaires ayant changé d'adresse ou les actionnaires décédés dont les héritiers ne sont pas connus. Par-delà cette critique sur l'objet même de la réforme de 1992, ce qui choque aussi est que ce texte exproprie par un décret sans l'appui d'une loi<sup>32</sup>.

28 - On vient de voir que la dématérialisation avait donné l'idée au pouvoir réglementaire de prendre des dispositions en matière de déshérence des actions. C'est qu'en effet la procédure propre à la dématérialisation se termine par une vente des titres et cette issue satisfait à l'évidence les émetteurs confrontés à cette difficulté de l'actionnaire inconnu. Il n'est donc pas étonnant qu'un autre texte surgisse tout à coup à ce moment de la dématérialisation : il s'agit de l'article 266-1 introduit dans la loi de 1966 par la loi du 3 janvier 1983. Ce texte avait une vraie portée générale concernant un certain type d'actions en déshérence. Il concernait la vente de titres dont les ayants droit n'ont pas demandé la délivrance à la suite de diverses opérations financières précisées par le texte (fusion, scission, réduction de capital, regroupement ou division, conversion obligatoire de titres au porteur et titres nominatifs, distributions de titres...). Ces titres pouvaient être vendus selon des modalités fixées par décret en Conseil d'État, à la condition d'avoir procédé, 2 ans au moins à l'avance, à une publicité prévue par

24. V. Fiche prat., préc. note n° 13, spéc. cas n° 2.

25. V. Fiche prat., préc. note n° 13, spéc. cas n° 6.

26. V. Fiche prat. préc. note n° 13, spéc. introduction et cas n° 15.

27. V. Fiche prat. préc. note n° 13, spéc. cas n° 15.

28. G. Parléani, *Les actions délaissées* : Rev. sociétés 1999, p. 715.

29. D. n° 83-359, 2 mai 1983, art. 13, al. 2.

30. L. 30 déc. 1981, art. II. – D. n° 83-359, 2 mai 1983, art. 10.

31. M. Clément, *Rev. sociétés* 1996, p. 239.

32. G. Parléani, préc. note n° 28, spéc. p. 721.

décret. À partir de cette vente, les titres étaient annulés et leurs titulaires ne pouvaient prétendre qu'à la répartition en numéraire du produit de la vente.

29 - Cette disposition avait manifestement un champ d'application relativement large. Mais ce dernier était cependant circonscrit aux situations où se créaient de nouveaux titres. C'est la raison pour laquelle une proposition de solution générale avait été faite par la commission réunie par M. Badinter en 1985-1986<sup>33</sup>. Selon cette proposition, les titres dont les titulaires ne se sont pas manifestés depuis 10 années révolues auraient pu faire l'objet de la procédure de vente prévue l'article 266-1 de la loi de 1966, sous réserve qu'aient été accomplies pendant un délai de 6 mois toutes les diligences nécessaires pour entrer en contact avec les titulaires ou leurs ayants droit, la société émettrice devant apporter la preuve de ses démarches.

30 - Par la suite, au moment de la codification de la loi de 1966 en 2000, l'article 266-1 de la loi de 1966 devient l'article L. 228-6 du nouveau Code de commerce mais sa portée est inchangée.

L'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 ajoute un article L. 228-6-1, relatif à la question des rompus dans les opérations de fusion ou de scission, mais cette disposition ne concerne pas à proprement parler les actions en déshérence et en outre elle est spécifique aux sociétés cotées.

Cette même ordonnance de 2004 crée un nouvel article L. 228-6-3, qui introduit un dispositif véritablement adapté au problème des actions en déshérence, c'est-à-dire des actions dont on ne connaît plus le titulaire : « *Les titres dont les titulaires, malgré le respect des formalités de convocation aux assemblées générales, sont inconnus du teneur de compte ou n'ont pas été atteints par les convocations, depuis dix années révolues, peuvent être vendus selon la procédure prévue à l'article L. 228-6* »<sup>34</sup>.

31 - L'ordonnance n° 2014-863 du 31 juillet 2014 est à l'origine des nouveaux articles L. 228-6 et L. 228-6-1. Ces deux articles concernent spécifiquement les droits formant rompus à la suite de certaines « *opérations se traduisant soit par des échanges soit par l'attribution aux actionnaires de nouveaux titres de nouveaux titres de capital* » pour les sociétés cotées (C. com., art. L. 228-6-1) et pour celles qui ne le sont pas (C. com., art. L. 228-6)<sup>35</sup>.

32 - Aujourd'hui, à la suite de ces multiples allers et retours du législateur, le seul article concernant les actions en déshérence est donc l'article L. 228-6-3 du Code de commerce, tel qu'il a été rédigé par l'ordonnance de 2004.

## 2° L'article L. 228-6-3 du Code de commerce

33 - Une première question concerne le domaine d'application de cet article. Cet article évoque des titulaires, qui, « *malgré le respect des formalités de convocation aux assemblées générales, sont inconnus du teneur de comptes ou n'ont pas été atteints par les convocations, depuis dix années révolues* ». Il importe de déchiffrer le sens précis de la situation qui permet la vente. Or, l'on peut hésiter sur le sens de cette formule, à cause de l'expression utilisée de teneur de compte.

On pourrait en effet penser que le teneur de compte n'est que l'intermédiaire habilité, qui peut tenir le compte de titres administré et que cette expression ne peut pas désigner l'émetteur, chez qui sont logés des titres nominatifs purs. On aurait dès lors des événements déclencheurs de la procédure de vente – ignorance de l'actionnaire et convocations vaines aux assemblées générales – qui seraient différents selon que l'on a affaire à des titres nominatifs administrés ou à des titres nominatifs purs. Pareille conclusion serait erronée car en réalité l'expression de teneur de compte –

même si ce n'est pas fréquent – est utilisée également pour désigner l'émetteur.

Une autre bizarrerie est la référence au respect des formalités de convocation : il est évident que cet élément déclencheur ne joue aucun rôle si le teneur de compte ne connaît pas les actionnaires. Le respect des formalités de convocation n'a de sens que si des convocations ont été adressées à des actionnaires identifiés.

En conclusion pour ce qui est du champ d'application de cette mesure de vente forcée, il apparaît que pour des titres nominatifs administrés comme pour des titres nominatifs purs il y a déshérence si le teneur de compte ignore l'identité de l'actionnaire ou si des convocations à une assemblée générale ont été vaines.

Un autre point du texte concerne la durée du défaut relevé : 10 années. Il semble bien que cette durée concerne pareillement les deux événements déclencheurs, même si la preuve de l'un d'entre eux se fera dans des circonstances un peu étranges : en effet, quand la société ignore l'actionnaire depuis 10 ans, elle devra prouver ce fait négatif par la comptabilité titres incomplète qu'elle tient elle-même ! En revanche quand elle connaît une adresse d'un actionnaire possible, la convocation à l'assemblée générale, qui lui revient, sera le moyen privilégié pour prouver la déshérence du titre.

Dernière question : quels sont les titres concernés ? La réponse semble simple. Il s'agit naturellement des actions ou des VMDAC, ces dernières étant inscrites en compte comme les actions.

34 - La sanction est la vente selon la procédure prévue à l'article L. 228-6. La vente est décidée par le conseil d'administration ou le directoire. La vente a lieu à la condition qu'il ait été procédé 1 an à l'avance à une publicité prévue par décret. Ce renvoi à un article de loi du Code de commerce est simple. L'est beaucoup moins le renvoi aux articles correspondant de la partie réglementaire du Code de commerce. Si l'on comprend bien l'article R. 228-14, qui renvoie pour une part à l'article R. 228-11 d'une façon peu claire, il faut distinguer selon qu'il s'agit d'une société non cotée ou d'une société cotée.

Pour une société non cotée, celle-ci peut vendre au bout d'un an, si pendant cette période un avis est publié dans deux journaux à diffusion nationale ou si les personnes au nom desquelles l'inscription a été faite ou leurs ayants droit n'ont pu être atteints par l'avis adressé par lettre recommandée avec AR. Cet avis les informe de faire valoir leur droit et leur expose qu'à défaut la société tiendra le résultat de la vente à leur disposition pendant 10 ans sur un compte bloqué dans un établissement de crédit. Cette disposition, si on l'a bien interprétée, concerne bien les deux cas prévus par l'article L. 228-6-3, les actionnaires inconnus et ceux connus qui n'ont pu être atteints, qu'ils aient déménagé ou qu'ils soient décédés.

Pour les sociétés cotées ou admises aux opérations d'un dépositaire central, le même avis qu'on vient d'évoquer, doit être donné selon les modalités prévues par l'article R. 228-12, distinguant selon que les titres sont admis sur un marché réglementé, sur un système multilatéral de négociation ou ne relèvent ni du premier cas ni du second. À défaut là aussi de réactions des actionnaires, la société pourra vendre les titres.

La vente sera faite aux enchères publiques par un prestataire de services d'investissement pour les sociétés cotées ou par un notaire pour les sociétés non cotées (C. com., art. R. 228-12. – C. mon. fin., art. L. 211-21).

35 - Le rôle des statuts doit être signalé, même s'il paraît limité. L'article L. 228-6, qui autorise la vente par renvoi de l'article L. 228-6-3 dispose « *nonobstant toutes stipulations statutaires contraires* ». Il est donc certain que les statuts ne pourraient pas s'opposer à cette procédure. En sens inverse, pourrait-on imaginer que les statuts prévoient une clause d'exclusion pour les actionnaires qui ne se font pas connaître auprès de la société. Une telle clause est concevable, mais dans la mesure où en cours de vie sociale, elle doit être décidée à l'unanimité, cette solution n'est

33. Commission Badinter, mesure n° 26.

34. Losfeld, *Le sort des actions délaissées* : Rev. sociétés 2004, p. 1323.

35. P. Pailler, *Réaménagement du régime de la cession de droits formant rompus* : RD bancaire et fin. 2014, comm. 215.

possible que si elle peut être inscrite dans les statuts avant que la question de l'actionnaire inconnu ne se pose.

36 - À dater de la vente, les anciens titres ne peuvent plus être attribués à leurs titulaires d'origine et ils ne peuvent prétendre qu'à la répartition en numéraire du produit de la vente. Les fonds restent bloqués pendant dix ans dans un établissement de crédit<sup>36</sup>. À la suite de quoi, ils sont versés à la Caisse des dépôts et consignations et peuvent être réclamés par les titulaires pendant 20 ans. Trente après la vente, ces fonds sont acquis par l'État (CGPPP, art. L. 1126-7). Les auteurs se sont interrogés sur la légitimité d'une telle expropriation, sans compensation. Celle-ci est-elle compatible avec l'article 1<sup>er</sup> du protocole additionnel à la Convention européenne des droits de l'homme<sup>37</sup> ? Une décision française récente, rendue sur un terrain proche, est intéressante à analyser à ce titre. Le Conseil constitutionnel avait été saisi par le biais d'une QPC sur la constitutionnalité de l'article L. 211-4 du Code monétaire et financier qui permettait la vente forcée de titres au porteur dont les titulaires n'avaient pas demandé l'inscription dans un compte d'actionnaire, le produit de la vente étant éventuellement restituée aux ayants droit. Cette disposition selon le Conseil tendant à « lutter contre la fraude fiscale et à réduire le coût de la gestion des valeurs mobilières » et poursuivant « par suite un but d'intérêt général » ne méconnaissait aucun droit ou liberté que la Constitution garantit. Il faut bien reconnaître que, dans le cas de la procédure concernant les actions en déshérence, on peine à trouver ces raisons d'intérêt général sur lesquelles s'appuyait le Conseil constitutionnel. Faut-il ajouter que l'absence de compensation modifie aussi profondément la donne ?

### 3° Les titres inactifs

37 - Rappelons qu'une situation différente est visée par la loi Eckert n° 2014-617 du 13 juin 2014 relative aux comptes bancaires « inactifs » (C. mon. fin., art. L. 312-19), qui concerne la tenue de compte conservation, par les prestataires de services d'investissement, de titres qui ne sont pas mouvementés pendant des périodes et dans des conditions définies par les textes. Une réponse ministérielle<sup>38</sup> a clarifié le champ d'application de cette loi du 13 juin 2014, en considérant expressément que les émetteurs en étaient exclus. Les émetteurs connaissent en effet les titulaires des titres qu'ils ont émis, du fait qu'ils sont nominatifs, même si leurs comptes-titres sont « inactifs » pendant de longues périodes. Cette réponse ne distingue pas entre titres nominatifs purs et titres nominatifs administrés et il faut certainement estimer que la même solution vaut pour les deux types de titres.

Michel GERMAIN et Jean-Paul VALUET

## D. - Les événements de la vie des actionnaires

Michel GERMAIN,  
professeur émérite, université Paris II

38 - Sous ce titre on voudrait évoquer deux situations de la vie privée des actionnaires qui perturbent les sociétés dans la connaissance qu'elles ont de leurs actionnaires. Il s'agit du cas du décès d'un actionnaire ou de la détention par un couple marié d'actions communes. C'est évidemment en cas de décès que la perturbation est la plus grande et c'est sans doute cette situation qui est le plus souvent à l'origine des actions qui tombent en déshérence, car leur titulaire est devenu inconnu.

### 1° La succession

39 - Le passage des titres nominatifs appartenant au *de cuius* à ses héritiers peut prendre du temps. Dès qu'il est avisé de l'ouverture

de la succession par le notaire, l'émetteur modifie l'intitulé du compte qui devient un compte ouvert au nom de la « succession X ». Avant le virement au nom d'un héritier, qui peut prendre du temps il peut être ouvert un compte en indivision au nom de tous les indivisaires. Ces changements dans l'appellation du compte se font après réception d'un certificat de mutation établi par le notaire ou d'une pièce s'y substituant<sup>39</sup>.

### 2° La détention par un couple marié d'actions communes

40 - La détention d'actions au travers d'un compte joint n'est pas la preuve que ce compte joint représente des actions communes. En effet, il est toujours possible que la preuve de la propriété exclusive des actions du compte joint soit apportée par l'époux qui l'évoque<sup>40</sup>.

En revanche il peut arriver qu'un conjoint détienne seul des actions communes à travers un compte à son nom. La société ne sait pas l'originalité de ce compte et l'identité de l'autre conjoint non actionnaire. Mais si les deux conjoints en sont d'accord, le conjoint non actionnaire peut demander à devenir titulaire d'actions en son nom pour la moitié : « Lorsque des époux sont associés dans des proportions différentes dans une société à titres négociables, ne pas oublier qu'une modification de la répartition entre eux du capital afin de parvenir à une égalité est toujours réalisable d'un commun accord »<sup>41</sup>. Cette situation, on le voit, est différente de ce que prévoit l'article 1832-2, qui à propos de parts sociales prévoit que le conjoint non titulaire peut être associé pour la moitié des parts sociales. La différence est double : d'une part dans ce dernier cas les droits sociaux ne sont pas des actions, mais des parts sociales non négociables ; d'autre part dans ce dernier cas le conjoint non titulaire de parts peut forcer l'autre conjoint à partager ses droits sociaux avec lui, ce qui n'est pas possible en présence d'actions communes, faute de texte.

Michel GERMAIN

## 2. La connaissance de l'actionariat dans les sociétés cotées

41 - Sous cet intitulé seront d'abord examinés l'instrument du TPI et la qualité d'intermédiaire inscrit, avant de s'arrêter sur les évolutions que devrait ou non entraîner la directive 2017/828/UE du 17 mai 2017.

Régis FOY,  
juriste ANSA

### A. - Le TPI et l'intermédiaire inscrit

42 - Au sens strict, l'identification des actionnaires consiste pour la société émettrice (société par actions) de pouvoir connaître en permanence l'identité de tous ses actionnaires ou du moins de la majeure partie d'entre eux, et pas uniquement ceux qui participent ponctuellement aux assemblées générales (et qui sont tenus de faire connaître en vue de l'établissement de la feuille de présence). En pratique, la question de l'identification se pose principalement dans les sociétés bénéficiant du droit d'émettre des actions dites « au porteur », c'est-à-dire des titres qui sont inscrits exclusivement chez un intermédiaire, à la différence des actions dites « nominatives », inscrites chez l'émetteur. Celui-ci peut alors inciter ses actionnaires à s'inscrire au nominatif ou alors utiliser certains procédés d'identification que nous allons indiquer. En résumé,

36. Memento Lefebvre Sociétés commerciales, 2018, n° 66840.

37. « Toute personne physique ou morale a droit au respect de ses biens. Nul ne peut être privé de sa propriété que pour cause d'utilité publique et dans les conditions prévues par la loi et les principes généraux du droit international ».

38. Rép. min. n° 2634 : JOAN 2 janv. 2018, p. 71.

39. Circ. 8 août 1983, chap. 2, sect. 2.

40. V. à propos d'un compte joint portant sur des fonds, Cass. com., 22 sept. 2009, n° 06-20.247 : JurisData n° 2009-049594.

41. J. Combret, Sociétés et régimes matrimoniaux : Actes prat. ing. sociétaire 2016, n° 149, dossier 5, p. 30.

l'identification des actionnaires n'intéresse surtout que les sociétés dont les actions sont admises aux opérations d'un dépositaire central, tel Euroclear France, car seules celles-ci, dans certaines conditions, ont le droit d'émettre des actions au porteur, dont les titulaires ne sont pas connus en permanence par l'émetteur. De fait, il s'agit principalement d'émetteurs dont les titres sont négociés sur un marché boursier (pas uniquement un marché réglementé).

43 - Certes, dans les sociétés fermées qui sont soumises à l'obligation de mettre toutes leurs actions sous la forme nominative (V. ci-après), l'identification d'une partie des actionnaires peut ponctuellement s'avérer difficile à réaliser, à la suite de certains transferts de titres non suivis de l'information de l'émetteur (notamment en cas de succession<sup>42</sup>). Mais la meilleure incitation à se faire connaître de l'émetteur reste l'impossibilité d'exercer les droits d'actionnaires lorsque le titulaire n'est pas inscrit chez celui-ci<sup>43</sup>. De plus, il faut bien souligner que l'identification en question devrait être permanente et générale. En particulier, tout émetteur a bien une connaissance précise des participants à ses assemblées générales par la feuille de présence qui comporte même l'identité des votants à distance ou par procuration (C. com., art. R. 225-95). Mais nul n'est obligé de participer aux assemblées.

44 - Après avoir rappelé les caractères essentiels du régime de l'inscription en compte et de la nominativité obligatoire, nous allons nous limiter aux mécanismes spécifiques d'identification au sens strict, à savoir :

- le « titre au porteur identifiable » ;
- le régime de « l'intermédiaire inscrit » pour les non-résidents.

### 1° Forme nominative des titres et inscription en compte

#### a) L'obligation légale de la nominativité et de l'inscription en compte

45 - Pendant longtemps les actionnaires ont eu le libre choix de la forme du titre : nominatif ou porteur (sauf clause statutaire en faveur du nominatif). Évidemment, la liste des actionnaires doit être « à jour », c'est-à-dire que les modifications qui interviennent à la suite des transferts de titres ou des augmentations de capital doivent être correctement retranscrites dans la comptabilité titres.

#### 1) Origine de la dématérialisation des valeurs mobilières

46 - La loi de 1966 sur les sociétés commerciales a maintenu la dualité des deux formes de titre et la liberté de choix, sauf obligation statutaire en faveur du nominatif (le régime de ce dernier restait assez lourd et complexe lorsque l'action était cotée, surtout pour les opérations de paiement des dividendes et de transferts). Mais à la fin des années 70, il est apparu que le maintien de la liberté de choisir la forme papier pour les titres cotés avec les nombreuses contraintes matérielles qu'elle impliquait (même si relativement, il s'agissait d'une minorité de titres), ne correspondait plus au développement d'un marché boursier modernisé (les banques voyaient surtout une économie de personnel dans cette objectif). Un projet de loi du 21 avril 1980 prévoyait donc l'obligation de l'inscription en compte pour les titres cotés et les actions de Sicav. Toutefois, le changement politique de 1981 et l'instauration de l'IGF ont apporté une autre orientation. Comme il a été indiqué ci-dessus (en début de dossier), la loi de finances n° 81-1160 du 30 décembre 1981 a donc prévu que toutes les valeurs mobilières soumises à la législation française (cotées ou non) seraient soumises à la règle de l'inscription en compte, à compter du 3 novembre 1984<sup>44</sup>. Parallèlement, l'article 94-I de cette loi obligeait les actions non cotées (ou assimilées et sauf celles des Sicav) à être inscrites sous

la seule forme nominative. La différence entre les deux formes, nominative ou porteur, réside dès lors uniquement sur la personne du teneur de compte, la personne morale émettrice (nominatif) ou un intermédiaire habilité (porteur). La subtilité du nouveau régime s'illustre notamment par la forme devenue hybride de « titre nominatif administré », où l'inscription chez l'émetteur se doublait d'une deuxième inscription en principe identique, car il s'agit en théorie d'une reproduction, d'une inscription chez un intermédiaire.

47 - Nous n'allons pas étudier en détail le fonctionnement des comptes-titres nominatifs pour le secteur non coté, car un émetteur souhaitant connaître ses actionnaires et contrôler l'évolution de son actionnariat pouvait déjà aisément le faire avant la réforme. Il était toujours possible d'imposer la forme nominative par une clause des statuts (absence d'interdiction d'une telle clause dans la réglementation) et c'est encore le cas. Selon l'article L. 228-1, 3<sup>e</sup> alinéa, du Code de commerce « Les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions revêtent la forme de titres au porteur ou de titres nominatifs, sauf pour les sociétés pour lesquelles la loi ou les statuts imposent la seule forme nominative, pour tout ou partie du capital ». En tout état de cause, la question de l'identification des actionnaires est aisément réglée dans le secteur non coté (sauf dans certaines situations où l'actionnaire réel peut rester inconnu de l'émetteur, par exemple en cas de succession ou de cession contestée). Il convient néanmoins de définir le champ d'application de cette obligation.

#### 2) Champ d'application de l'obligation de l'inscription nominative

48 - Il ne faut pas confondre l'obligation générale au nominatif et les autres dispositions spécifiques du Code de commerce, qui sont indépendantes des règles de l'inscription en compte. Le droit des sociétés commerciales impose en effet la forme nominative dans certaines situations notamment, les actions non intégralement libérées (C. com., art. L. 228-9), les actions détenues par les mandataires sociaux des sociétés cotées, ou leurs proches, au nom de la prévention du délit d'initié (C. com., art. L. 225-109) – toutefois l'intéressé a en principe un choix pour le porteur puisqu'il s'agit ici d'une question de transparence vis-à-vis des autorités boursières – les actions à droit de vote double (C. com., art. L. 225-123), etc. Nous nous intéresserons évidemment ici qu'aux actions.

49 - L'article 94-I de la loi de finances pour 1982 n'a été codifié qu'en vertu de l'ordonnance n° 2000-1223 du 14 décembre 2000 créant le Code monétaire et financier, sous le numéro L. 212-3. Selon le I de ce texte<sup>45</sup>, « Sous réserve des dispositions de l'article L. 211-7, les actions émises en territoire français et soumises à la législation française, des sociétés par actions, autres que les SICAV..., qui ne sont pas admises aux négociations sur un marché réglementé revêtent la forme nominative ». Cette disposition est donc apparemment très simple, les actions qui ne sont pas cotées sur un « marché réglementé », doivent être nécessairement nominatives. Comme la notion de « marché réglementé » est strictement définie par la loi (C. mon. fin., art. L. 421-1), la solution semble désormais très claire. L'article L. 211-7, qui complète la disposition précédente, n'autorise la faculté de l'inscription au porteur que pour les titres admis aux opérations d'un dépositaire central. Comme ce dépositaire central peut admettre des titres qui ne sont pas cotés sur un marché réglementé (autres marchés boursiers), les deux textes doivent être combinés. Le II de l'article L. 212-3 confirme le critère de l'inscription chez un dépositaire central. (« II. – Cette obligation [de l'inscription nominative] doit être satisfaite dans un délai de six mois à compter de la date d'émission des actions concernées ou de la date à laquelle celles-ci ont cessé d'être admises aux opérations d'un dépositaire central. »). Au demeurant, le délai de 6 mois après l'émission pourrait également prêter à

42. V. C. com., art. L. 228-6-3 sur le problème des titres dits en désérence.

43. V. par ex., C. com., art. R. 225-85 et 86 sur la participation aux assemblées générales.

44. Art. 94-II, 2 exceptions résiduelles étaient néanmoins prévues, V. not., R. Roblot, La dématérialisation des valeurs mobilières : Brochure ANSA n° 185, 1984, p. 16.

45. Mod. par les Ord. n° 2004-604, 2009-15 et 2013-676.

confusion (il ne faut pas l'interpréter *a contrario* comme autorisant toute société à émettre des titres au porteur durant 6 mois moins jour). Le deuxième alinéa du II de l'article L. 212-3 précise comme sanction que « *passé ce délai, les détenteurs d'actions qui ne satisfont pas à l'obligation prévue au I, ne peuvent exercer les droits attachés à ces titres, que si ceux-ci ont été présentés à la société émettrice ou un intermédiaire habilité en vue de leur mise sous forme nominative* ».

50 - L'article L. 211-4 du Code monétaire et financier précise que le compte-titres est ouvert au nom du **propriétaire des titres** (mais il peut s'agir d'un compte joint ou d'une indivision). De plus, des exceptions sont prévues pour les OPCVM et les actionnaires non résidents. Cette indication qui peut paraître évidente est essentielle car elle lie inscription en compte et propriété, alors que dans d'autres systèmes juridiques, notamment américain, la personne inscrite peut être un mandataire de l'actionnaire réel. L'article L. 228-1 du Code de commerce répète également (depuis la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001) que les « *valeurs mobilières, quelle que soit leur forme, doivent être inscrites en compte au nom de leur propriétaire, dans les conditions prévues aux articles L. 211-3 et L. 211-4 du code monétaire et financier* ».

51 - S'agissant en général des **règles de tenue de comptes**, l'article L. 211-3 du Code monétaire et financier prévoit que le compte est tenu soit par l'émetteur (même pour les titres émis par offre au public, l'article L. 542-1 du Code monétaire et financier le confirmant expressément), soit par l'un des prestataires de service d'instruments financiers mentionnés au 2° à 7° de l'article L. 542-1 du Code monétaire et financier (pour l'essentiel, établissements de crédit et entreprises d'investissement établis en France – ainsi que les organismes à statut public qui leur sont assimilés –, et dans les conditions du règlement général de l'AMF<sup>46</sup>).

### 3) Le nominatif facultatif

52 - Les émetteurs admis aux opérations d'un dépositaire central peuvent choisir d'exiger le nominatif. L'article L. 211-6 précise que le compte-titres est tenu par l'émetteur lorsque la loi l'exige ou **lorsque l'émetteur le décide**. Ce texte ne précise pas comment l'émetteur peut exiger le nominatif et quel est l'organe compétent. Comme cette décision a des conséquences sur l'expression des droits d'actionnaires (dans les modalités techniques), il est normal que cette exigence relève des statuts. C'est l'article L. 228-1 du Code de commerce qui confirme cette solution de bon sens en outre, il ajoute que la clause statutaire peut ne s'appliquer qu'à une partie du capital (« *Les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions revêtent la forme de titres au porteur ou de titres nominatifs, sauf pour les sociétés pour lesquelles la loi ou les statuts imposent la seule forme nominative, pour tout ou partie du capital* »).

S'agissant de l'obligation générale, on peut observer qu'un émetteur admis chez Euroclear, donc pouvant émettre des titres au porteur, conserve cette faculté « *sauf décision contraire* » (C. com., art. L. 211-7). Certes, en théorie, certains pourraient prétendre que la décision pourrait être prise par le seul conseil d'administration, en l'absence de compétence spéciale accordée à un autre organe. Mais le rapprochement avec l'article L. 228-1 précité force à conclure à la nécessité d'une clause statutaire en faveur du nominatif, lorsque l'on veut écarter le porteur. Cette compétence, qui s'oppose en l'occurrence à une libre décision individuelle, se justifie non seulement sur le principe de l'identification (l'émetteur veut pouvoir continuer à suivre l'évolution de son actionnariat) mais également par les conséquences pratiques du choix du porteur. Dans ce cas, l'émetteur est censé avoir approuvé les mécanismes de règlement livraison mis au point par les intermédiaires, même si, en l'espèce, la forme au porteur resterait minoritaire. Or, ces normes professionnelles, d'une part, sont relativement complexes

(voir en plus des textes cités ici, la réglementation AMF) et d'autre part, ont des répercussions sur les opérations de l'émetteur (détermination des participants aux assemblées, procédure de paiement du dividende, etc.), il est donc naturel que l'émetteur puisse y échapper.

### 4) Choix individuel

53 - À l'inverse, selon l'article L. 228-1, un actionnaire peut toujours exiger la forme nominative pour ses seules actions, quel que soit le choix de l'émetteur. Comme on l'a vu, il est question en pratique du nominatif pur, lorsque l'inscription a lieu exclusivement chez l'émetteur y compris lorsque celui-ci sous-traite à un spécialiste la tenue de cette comptabilité titres (C. mon. fin., art. R. 211-3) et de nominatif administré, lorsque l'actionnaire charge un intermédiaire habilité (C. mon. fin., art. L. 542-1) de tenir également le compte-titres ouvert chez l'émetteur (C. mon. fin., art. R. 211-4). L'actionnaire doit alors s'engager à ne donner des ordres qu'à l'intermédiaire (ce mécanisme très pratique pour le titulaire pour lui permettre de regrouper tous ses titres pose de nombreux problèmes pratiques de mise à jour des inscriptions entre l'émetteur ou son mandataire et l'intermédiaire). De plus, on parle également de titres obligatoirement ou essentiellement nominatifs, lorsque les statuts imposent la forme nominative<sup>47</sup>.

54 - Si les statuts peuvent imposer le nominatif, pourraient-ils exiger le **nominatif dit pur** ?

*A priori*, dans une société non cotée, rien ne semble interdire une telle clause statutaire (il est admis que l'assemblée générale extraordinaire peut, en application de l'article L. 225-96 du Code de commerce, modifier les statuts dans toutes leurs dispositions, sauf augmenter les engagements des actionnaires – ce qui s'entend d'une majoration de leur participation financière. Au demeurant, on sait que certaines clauses beaucoup plus contraignantes sont admises sans difficulté, comme les clauses d'agrément ou de préemption). Ainsi, une société fermée pourrait estimer préférable d'écarter le nominatif administré pour des raisons de simplicité (les relations avec les intermédiaires peuvent en effet impliquer une certaine lourdeur administrative). En revanche, rendre obligatoire le nominatif administré supposerait l'unanimité des actionnaires en raison de l'augmentation indirecte de leurs engagements<sup>48</sup>.

### b) Règles de transfert de propriété

55 - L'identification des actionnaires par la consultation de la liste des actionnaires nominatifs reste le procédé le plus efficace lorsque **toutes** les actions revêtent cette forme, mais même dans cette hypothèse (ce qui est rare dans les sociétés cotées sur un marché réglementé), il est impératif que les mises à jour du contenu des inscriptions s'opèrent au plus vite en cas de transferts de titres ou de modification du nombre de titres détenus. Les titres se transmettent par virement de compte à compte (C. mon. fin., art. L. 211-15) moyennant un ordre de virement. En pratique dans les sociétés non cotées, on parle d'un ordre de mouvement, dont un modèle – normalisé par l'AFNOR n° NFK 12-500 – a été mis au point par le CFONB et l'ANSA<sup>49</sup>.

56 - Ce cahier des charges a été remplacé par une nouvelle édition en 2008 établie par le CFONB et approuvée par l'ANSA<sup>50</sup>. Dans ces deux éditions, le cahier des charges prévoit un régime simplifié de tenue des comptes pour les émetteurs ne faisant pas

46. RGAMF, art. 322-1 et s.

47. Les titres financiers à forme obligatoirement nominative ne peuvent être négociés sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation qu'après avoir été placés en compte d'administration. Les titres financiers qui ne revêtent pas la forme obligatoirement nominative ne peuvent être négociés sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation que sous la forme au porteur, V. C. mon. fin., art. R. 211-5.

48. Frais bancaires alors nécessaires, V. C. mon. fin., art. L. 225-96.

49. V. Com. ANSA, n° 3108, mai 2002.

50. Cahier des charges applicable aux teneurs de comptes d'instruments financiers français non admis aux opérations d'un dépositaire central, V. Com. ANSA, n° 10-002, n° 2911, Comité juridique, 5 nov. 1997.

d'offre au public<sup>51</sup>. Selon ce régime simplifié, dans une société non cotée dont les titres ne sont pas admis aux opérations d'un dépositaire central une cession d'actions doit être enregistrée, au vu d'un ordre de mouvement régulier (accepté par l'émetteur)<sup>52</sup>, dans le registre des mouvements de titres. Le nom de l'acquéreur est mentionné dans le registre. La mention du nom de l'acquéreur dans le registre vaut inscription en compte puisque le teneur de compte le reconnaît comme actionnaire régulier, mais il s'agit d'une présomption simple de propriété. Ce registre est dénommé registre des transferts par l'article R. 228-9, texte d'application de l'article L. 228-1.

En ce sens, l'article R. 228-7 du Code de commerce précise que la société tient à jour la liste des personnes titulaires d'actions nominatives, avec l'indication du domicile déclaré par chacune d'elles.

57 - Depuis l'ordonnance du 24 juin 2004, les conditions du **transfert de propriété** ont été précisées y compris pour les titres non cotés, ce qui n'était pas nécessaire pour ces derniers (les dispositions issues de la réforme de la dématérialisation étaient suffisantes). L'article L. 228-1 du Code de commerce dispose d'une part, pour les titres admis chez Euroclear, que le transfert de propriété s'effectue dans les conditions du Code monétaire et financier (*C. mon. fin., art. L. 211-17 et s.*) et, d'autre part, pour les autres titres, que ce transfert résulte de l'inscription en compte dans les conditions fixées par décret (*C. com., art. R. 228-8 et s.*). Comme on l'a vu, l'article R. 228-9 demande que les transferts soient mentionnés dans un registre (« *des transferts* »), ce qui correspond au registre de mouvements du cahier des charges. Il reste que dès l'acceptation de l'ordre de mouvement, l'émetteur est juridiquement tenu de considérer l'acquéreur comme un nouvel actionnaire<sup>53</sup>.

58 - S'agissant du champ d'application de la règle de transfert de propriété des titres cotés ou assimilés, les deuxième et troisième alinéas de l'article L. 211-17 renvoient au RGAMF (selon l'article 621-7-VI du Code monétaire et financier, le règlement général de l'AMF détermine le régime des systèmes de règlement livraison des instruments financiers, les conditions d'habilitation des dépositaires centraux, les conditions de la tenue de comptes par les émetteurs effectuant des opérations par offre au public, etc.). Il est précisément question de « *titres financiers admis chez un dépositaire central ou livrés dans un système de règlement et de livraison d'instruments financiers mentionné à l'article L. 330-1* » du Code monétaire et financier (selon ce texte, les participants à un tel système ne sont pas les émetteurs mais les intermédiaires et le dépositaire central). Au demeurant, ces termes semblent redondants : ils concernent effet le plus souvent tous deux **des titres admis chez Euroclear**, puisque selon l'article 560-1, 2<sup>e</sup> alinéa du RGAMF, « *un système de règlement et de livraison d'instruments financiers mentionné à l'article L. 330-1* » ne s'applique qu'à cette catégorie de titres.

59 - Mais en pratique, lorsque le teneur de compte est un intermédiaire (les titres sont le plus souvent négociés sous la forme au porteur) et puisqu'il ne peut raisonnablement exister plusieurs mécanismes de règlement livraison, le titre est nécessairement « *livrés dans un système de règlement et de livraison* », et c'est spécialement le cas pour certains titres cotés sur un « *système*

*multilatéral de négociation* », au sens de l'article L. 424-1 du RGAMF, qui peuvent ne pas être forcément admis chez Euroclear (ils le seront à terme où ils quitteront ces marchés). Sauf exceptions prévues par le règlement AMF<sup>54</sup>, la date de transfert de propriété qui correspond à celle de l'inscription en compte est en principe de **J+2 jours** à compter de la négociation<sup>55</sup>.

Par ailleurs, les titres cotés en nominatifs administrés, sont soumis à la règle du bordereau de références nominatives en cas de modification dans l'intitulé du compte<sup>56</sup>.

### c) Difficultés particulières

60 - Comme nous l'avons vu, l'actionnaire et le propriétaire du titre ne font en principe qu'un, or certaines formes de détention peuvent soulever des interrogations en matière d'identification du propriétaire, donc de l'actionnaire réel. Par exemple, cas le plus facile, il peut s'agir d'un **compte joint** composé de plusieurs titulaires (l'article L. 228-6-2 depuis l'ordonnance précitée de 2004 a réglé enfin la question en précisant que les droits non pécuniaires attachés aux valeurs mobilières inscrites en compte joint sont exercés par l'un ou l'autre des cotitulaires dans les conditions déterminées par la convention d'ouverture de compte).

Plus complexe est la situation résultant de la personnalité morale du propriétaire (**société, fondation...**) qui, tout à fait légalement, forme un écran difficilement dépassable. Qui contrôle réellement telle personne morale actionnaire ?<sup>57</sup> Seules les dispositions concernant les sociétés cotées offrent en principe des possibilités de franchir l'écran de la personnalité morale en prévoyant la révélation des liens de contrôle (déclaration de franchissement de seuils de participation, articles L. 233-7 à L. 233-14 du Code de commerce). Cependant, pour les titres admis chez un dépositaire central et dans certaines conditions, l'émetteur peut demander à une personne morale possédant plus de 2,5 % du capital de lui révéler l'identité des personnes qui détiennent plus du tiers de ses droits de vote ou de son capital (*C. com., art. L. 228-3-1, II*). Mais la limite peut être rapidement atteinte en raison de la pluralité des écrans intermédiaires et de l'internalisation des participations (V. ci-après la procédure de l'intermédiaire inscrit). De plus, il est également possible d'acquérir d'un seul coup un bloc significatif de titres, au lieu d'acquisitions progressives.

61 - De plus, certaines **formes de propriété sans personnalité morale sont collectives** (indivision, fonds communs de placement...) ou relève d'un droit étranger (trust), ce qui ne facilite pas l'identification. Dans ces situations, il est prévu en général un mécanisme de représentation soit légal soit conventionnel, qui le cas échéant, est seul connu. Ce représentant est un gestionnaire professionnel qui n'est évidemment pas le propriétaire réel des titres. Mais il peut s'agir d'un propriétaire temporaire (trust), agissant dans l'intérêt du bénéficiaire final, restant en général inconnu de l'émetteur (sauf en cas d'action de concert et de franchissement de seuil)<sup>58</sup>.

54. RGAMF, art. 570-3 à 570-8.

55. Règl. européen n° 909/2014 et information Euronext. – RGAMF, art. 570-2 prévoyant toutefois un règlement à J+3 jours.

56. V. *C. mon. fin., art. L. 211-19*. – RGAMF, art. 322-64 et 322-65. – Sur le régime du transfert de propriété en cas cession directe de titres nominatifs cotés sur un système multilatéral de négociation, V. *Com. ANSA, n° 08-046*.

57. Par ailleurs, l'ordonnance n° 2016-1635 du 1<sup>er</sup> décembre 2016 a transposé les dispositions de la directive dite anti-blanchiment 2015/849 relatives à la déclaration des bénéficiaires effectifs de toute société non cotée immatriculée au RCS (*C. com., fin., art. L. 561-46*). Le décret n° 2017-1094 du 12 juin 2017 relatif au registre des bénéficiaires effectifs a précisé les modalités de dépôt au RCS et le contenu du document relatif aux bénéficiaires effectifs, ainsi que les conditions de communication de ce document. La définition du bénéficiaire effectif doit faire l'objet d'un futur décret (V. *Com. ANSA, n° 17-043*).

58. V. *ANSA, L'identification des actionnaires des sociétés cotées, n° 192, 1997, p. 28 et s.*

51. *Cahier des charges 2008, p. 3*.

52. L'ordre de mouvement peut être rejeté par le teneur de comptes en cas d'erreur matérielle, par exemple sur le nombre de titres ou sur d'autres mentions prévues par le modèle type d'ODM prévu par le cahier des charges.

53. V. *Comité juridique, ANSA, 6 juin 2007 et 2 févr. 2018*. L'article R. 228-10 prévoit une règle apparemment très simple : pour l'application de la dernière phrase du neuvième alinéa de l'article L. 228-1, l'inscription au compte de l'acheteur est faite à la date fixée par l'accord des parties et notifiée à la société émettrice. Cette règle qui n'était pas nécessaire risque de soulever certaines difficultés, notamment en cas de carence du teneur de compte qui est l'émetteur en l'occurrence (V. *Com. ANSA, n° 07-027, 6 juin 2007*).



## 2° Le titre au porteur identifiable

### a) Définition

62 - Dans ce dispositif, l'émetteur (coté) peut obtenir la liste, arrêté à un moment donné, de tout ou partie des actionnaires inscrits **au porteur** chez les intermédiaires, par l'entremise du dépositaire central (EuroclearFrance). Ce procédé fait l'objet principalement de l'article L. 228-2 du Code de commerce (ainsi qu'une partie des articles, *C. com.*, art. L. 228-3-1 à L. 228-3-4) et de l'article 6.3 des règles de fonctionnement d'Euroclear<sup>59</sup>.

### b) Origine

63 - C'est la loi n° 87-416 sur l'épargne du 17 juin 1987<sup>60</sup> qui a créé ce mécanisme pour répondre indirectement aux difficultés pratiques posées par la négociation des titres nominatifs cotés. Comme on l'a vu, ces titres sont négociés en bourse sous la forme du **nominatif administré**, ce qui, surtout à l'époque, ralentissait fortement les opérations de règlement livraison. Il s'en était suivi des retards très importants (les « suspens ») (dans le contexte de l'entrée en vigueur de la dématérialisation et des privatisations, donc de l'actionnariat de masse, beaucoup d'intermédiaires n'avaient pas anticipé les conséquences techniques de cette évolution. Afin de proposer une alternative aux titres nominatifs, une nouvelle procédure permettant aux émetteurs de connaître leurs actionnaires au porteur a été instituée. En effet, puisque les émetteurs avaient fait savoir combien ils étaient attachés à la possibilité de connaître leurs actionnaires, il suffisait de leur offrir un nouvel instrument d'identification pouvant s'appliquer aux titres au porteur (dont les transactions en bourse ne posent pas en outre de difficulté de retard dans les délais de règlement livraison). Par la suite, le dispositif appelé par la pratique « *titres au porteur identifiables* » a été perfectionné principalement par la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001, corrélativement à l'introduction d'une nouvelle procédure destinée aux investisseurs étrangers (V. ci-après, le système de l'intermédiaire inscrit. En 1993, a été ajoutée la date de naissance ou l'année de constitution des personnes morales, comme renseignement pouvant être demandée)<sup>61</sup>.

64 - Signalons tout de suite que la première objection à cette procédure d'identification a été immédiatement écartée en juin 1987. Il avait été dit que l'identification des actionnaires au porteur serait contraire au principe de la société « anonyme » dans laquelle les associés doivent rester inconnus. Il avait suffi de rappeler que si la société est dite anonyme c'est pour la distinguer des sociétés de personnes où les noms des associés sont communiqués à tous (par le registre du commerce, en dehors de la communication par l'enseigne). La forme anonyme ne garantit aucunement l'anonymat vis-à-vis de l'émetteur qui peut d'ailleurs imposer, comme on l'a vu, la nominativité des actions. Simplement, le nom des actionnaires n'est pas publié au greffe.

### c) Champ d'application

65 - L'article L. 228-2 ne définit pas un champ d'application par rapport aux émetteurs (par exemple, les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé), qui aurait pu être réducteur, il vise simplement les « **titres au porteur** », quelle que soit la catégorie de l'émetteur (V. ci-dessus, la définition des sociétés ayant la faculté d'émettre des titres au porteurs : émetteurs dont les titres sont admis chez Euroclear sans nominatif statutaire obligatoire. Il ne s'agit donc uniquement des émetteurs cotés sur un marché réglementé).

Les **titres visés** sont ceux conférant immédiatement ou à terme le **droit de vote** aux assemblées d'actionnaires de la société deman-

deuse (qui est celle qui les a émis) (il peut s'agir d'actions de préférence avec droit de vote partiel ou même avec droit de vote limité aux assemblées spéciales). Ce qui confirme s'il en était besoin, que c'est le contrôle politique sur la société qui est en cause. Les valeurs mobilières donnant accès au capital de la société demandeuse (qui peuvent avoir été émises par une autre société du même groupe, article L. 228-93), parce qu'elles donnent accès au droit de vote, sont ainsi visées<sup>62</sup>.

Mais il ne s'agit pas d'une catégorie spéciale de titres entre les titres nominatifs et les titres au porteur (ce point avait été discuté avant le vote de la loi de 1987). Sont concerné tout titre au porteur de droit commun. La procédure TPI consiste à prendre une photographie à un moment donné de l'actionnariat, situation très mouvante dans les sociétés cotées, ce qui se distingue radicalement d'un statut permanent attaché à une catégorie de titres.

### d) Clause statutaire

66 - Le premier élément de la procédure consiste à modifier ses statuts pour y introduire la faculté d'interrogation, sous la forme conditionnelle (« si la société peut émettre des titres au porteur, elle pourra conformément à la réglementation, identifier les titulaires de ces titres... »).

Cette modification statutaire nécessite un vote de l'AGE des actionnaires de droit commun, sans qu'il soit nécessaire d'ajouter, le cas échéant, l'approbation des assemblées spéciales d'actions de catégorie ou celle des masses des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital. Comme on l'a dit, aucune modification au statut des titres ou à une catégorie d'entre eux n'intervient. En tant que telle, la nature de chaque titre reste inchangée.

67 - Il n'y a pas de formule sacramentelle pour rédiger la clause statutaire en question ; la formule la plus simple est de s'inspirer du premier alinéa de l'article L. 228-2 sans évidemment le recopier en entier (« *En vue de l'identification des détenteurs des titres au porteur, la société est en droit de demander au dépositaire central, dans les conditions légales, les renseignements qui sont prévus par la réglementation* »).

### e) Procédure

#### 1) Forme et contenu de la demande

68 - Un descriptif d'Euroclear France donne la présentation et les modalités de la demande<sup>63</sup>.

La demande porte (qui doit intervenir au plus tard à J-2 jours, J étant la date d'arrêté des soldes) en pratique très rarement sur l'intégralité des actionnaires mais uniquement ceux détenant un certain nombre de titres jugé en l'espèce significatif. Les renseignements pouvant être demandés sont les suivants :

- le nom ou la dénomination ;
- la nationalité ;
- l'année de naissance ou l'année de constitution ;
- l'adresse<sup>64</sup> ;
- la quantité de titres détenue par chacun d'eux ;
- le cas échéant, les restrictions dont les titres peuvent être frappés.

62. Pour mémoire, l'ordonnance n° 2014-863 a ajouté les obligations simples, sauf clause contraire du contrat d'émission et malgré le silence des statuts.

63. V. Titre 6 des règles de fonctionnement d'Euroclear France : AMF, Déc., 16 févr. 2016.

64. Depuis l'ordonnance du 31 juillet 2014 (art. 18 mod. C. com., art. L. 228-2), il est expressément précisé que l'« adresse » mentionnée dans le texte parmi les rubriques de l'identification comprend non seulement l'adresse postale mais aussi « le cas échéant » l'adresse électronique. La formule « le cas échéant » signifie que l'intermédiaire n'est tenu de fournir l'adresse électronique que s'il en dispose sans avoir à mener lui-même une enquête. Au demeurant, l'omission de cette adresse électronique n'est pas frappée des sanctions prévues pour l'omission des renseignements exigés sous les autres rubriques par l'alinéa 3 du 1 de l'article L. 228-2 (communication sous astreinte).

59. Dernière édition du 11 sept. 2016 et descriptif détaillé des services du 3 juill. 2007 relatif au TPI.

60. L. n° 87-416, 17 juin 1987, art. 55-III.

61. D'autres ajouts de détail ont été introduits par l'ordonnance n° 2004-604, la loi n° 2009-15 et l'ordonnance n° 2014-863.

## 2) Déroulement de la procédure

69 - Le dépositaire central – Euroclear France – est le pivot de l'organisation de la procédure d'interrogation (rappelons qu'il est ainsi car tous les teneurs de comptes y compris les émetteurs pour les nominatifs, disposent d'un compte auprès d'Euroclear). C'est auprès de lui que s'adresse l'émetteur et c'est le dépositaire qui répercute la demande auprès de ses clients teneur de compte intermédiaires). Ceux-ci ont 10 jours ouvrables à compter de la demande pour faire remonter les informations (C. com., art. R. 228-4, mais les règles d'Euroclear prévoient que les teneurs de comptes ont 6 jours pour communiquer l'information à Euroclear).

70 - Lorsque ce délai n'est pas respecté, ou lorsque les renseignements fournis par l'établissement teneur de comptes sont incomplets ou erronés, le dépositaire central peut demander l'exécution de l'obligation de communication, **sous astreinte**, au président du tribunal de grande instance statuant en référé. Dans les 5 jours ouvrables qui en suivent la réception, ces renseignements sont portés par le dépositaire central à la connaissance de la société.

## 3) Règles de confidentialité

71 - Euroclear, donc son personnel, n'a évidemment pas le droit de communiquer la liste des teneurs de comptes chez lesquels sont inscrits les titres (l'émetteur reçoit des renseignements ponctuels sur ce point au moment de la tenue des assemblées pour ceux des actionnaires au porteur souhaitant y participer, un certificat d'indisponibilité est établi à cette intention par le teneur de comptes). Il en est naturellement de même pour tous les teneurs de compte s'agissant des informations sur leurs clients. Dans ces deux domaines, le statut professionnel de ces établissements suffisait déjà à garantir la sanction de la confidentialité et du secret professionnel.

72 - En revanche, du côté de l'émetteur, il fallait un texte spécifique. L'article L. 228-2-III précise donc que les renseignements obtenus par la société **ne peuvent être cédés par celle-ci, même à titre gratuit** (cette obligation concerne également les renseignements complémentaires que l'on verra ci-après). Toute violation de cette disposition est punie des peines prévues à l'article 226-13 du Code pénal, sur renvoi de l'article L. 228-2, III (secret professionnel : emprisonnement d'un an et amende de 15 000 €).

73 - Selon l'article L. 228-4, toute personne participant à un titre quelconque à la direction ou à la gestion du dépositaire central d'instruments financiers ainsi que toute personne employée par celui-ci, par la société émettrice ou par l'intermédiaire inscrit, et ayant dans le cadre de son activité professionnelle connaissance des renseignements mentionnés aux articles L. 228-1 à L. 228-3-2 est tenue au secret professionnel dans les conditions et sous les peines prévues aux articles 226-13 et 226-14 du Code pénal. Ce texte précise évidemment que le secret professionnel ne peut être opposé ni à l'AMF ni à l'autorité judiciaire (V. ci-dessous, le cas très rare de l'intermédiaire inscrit au nominatif).

### f) Informations complémentaires

74 - L'objet de l'information reçue par l'émetteur consiste en une liste totale ou partielle des personnes inscrites en compte (au porteur). Et c'est bien la limite de cette procédure : malgré la présomption de propriété attachée à la personne inscrite en compte, rien ne garantit que celle-ci soit bien le propriétaire réel ou celui réellement intéressé par le titre (propriétaire apparent, achat pour le compte d'autrui, société écran...). En outre, le problème se complique avec les investisseurs non-résidents qui en général acquièrent des titres par le truchement de plusieurs intermédiaires.

Afin de permettre à l'émetteur d'aller plus loin, la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 (dite « NRE ») a institué un nouveau procédé d'inscription en compte réservé aux non-résidents (de quelqu'un qui officiellement n'est pas propriétaire) : « l'intermédiaire inscrit », ainsi qu'une faculté de renseignements complémentaires dans le cadre de la procédure TPI et visant y compris les résidents, lorsque de fait les personnes inscrites sont des intermédiaires (sur la procédure de l'intermédiaire inscrit, V. ci-après).

75 - La société émettrice, après avoir suivi la procédure usuelle du TPI et au vu de la liste transmise par le dépositaire central, a la faculté de demander, soit par l'entremise de ce dépositaire central soit même directement, dans les mêmes conditions et sous peine de la privation du vote prévue à l'article L. 228-3-2, aux personnes (intermédiaires ou non) figurant sur cette liste et dont la société estime qu'elles pourraient être **inscrites pour compte de tiers**, les informations concernant les propriétaires des titres prévues au I de l'article L. 228-2. La sanction de non-prise en compte du vote prévue à cet article L. 228-3-2 concerne également le mécanisme de l'intermédiaire inscrit (V. ci-après).

Cette demande faite aux intermédiaires qui apparaissent dans la liste TPI peut intervenir plusieurs fois.

Ces personnes sont tenues, lorsqu'elles ont la qualité d'intermédiaire, de révéler l'identité des propriétaires de ces titres. L'information est fournie directement à l'intermédiaire mentionné à l'article L. 211-3 du Code monétaire et financier qui tient le compte-titres, à charge pour ce dernier de la communiquer, selon le cas, à la société émettrice ou au dépositaire central susmentionné.

76 - En application de l'article L. 228-3-1, II, est prévue à l'issue de la procédure TPI, une faculté de « percer » l'écran de la personnalité morale lorsque celle-ci atteint un certain niveau de participation.

Sans que cette faculté d'interrogation supplémentaire dispense la personne morale actionnaire de ses obligations éventuelles en matière de franchissements de seuils de participation, la société émettrice peut demander à toute personne morale propriétaire de ses actions et possédant des participations dépassant le quarantième du capital ou des droits de vote (soit **2, 5 %**) de lui faire connaître l'identité des personnes détenant directement ou indirectement **plus du tiers** du capital social de cette personne morale ou des droits de vote qui sont exercés aux assemblées générales de celle-ci.

### g) Sanctions

77 - L'article L. 228-3-3 du Code de commerce prévoit une sanction redoutable à l'obligation de révélation du propriétaire véritable qui est la non-prise en compte des votes en AG, encore faut-il que l'émetteur dispose d'éléments de preuve de la détention pour compte de tiers (ce qui semble difficile). En réalité, cette sanction paraît plutôt correspondre à une épée de Damoclès que l'on invoque mais sans plus.

Cela dit, ce texte prévoit une sanction encore plus lourde : la suspension du droit au dividende.

À ce propos, on peut s'interroger sur la pertinence de ce dispositif de sanction. Les émetteurs cotés dont le capital est éclaté (non contrôlé) ont la hantise de la prise de contrôle rampante qui s'exécute par le biais du portage de titres. Ils y voient un acte déloyal où l'attaquant avance masqué. Certes, l'OPA sur tout le capital est obligatoire à 30 % mais, dans beaucoup de situations, on peut prendre de fait le contrôle d'une AG avec moins de voix. Or, en pratique, il semble possible d'effectuer des prises de participation par ramassages (via des intervenants étrangers) dans une certaine discrétion, seul le montant final et consolidé des titres serait, le cas échéant, à déclarer, ce qui reste évidemment très contestable.

#### h) Utilisation des renseignements fournis par la procédure d'interrogation

78 - Comme on l'a vu, l'émetteur est le seul destinataire des renseignements obtenus sur son actionnariat. Il lui est interdit de les transmettre à un tiers y compris à ses propres actionnaires (les actionnaires ont accès à des informations nombreuses qui sont réglementées, notamment la liste des actionnaires nominatifs, ainsi que la liste des feuilles de présence aux assemblées au cours des trois derniers exercices. Mais en aucun cas, ils pourraient prendre connaissance de la liste des TPI, car, au contraire, il aurait fallu un texte dérogeant expressément à l'interdiction de communication de ces renseignements. Cette procédure du TPI est destinée pour l'émetteur à identifier les détenteurs de titres au porteur conférant, immédiatement ou à terme, le droit de vote dans les assemblées d'actionnaires afin d'améliorer la connaissance de l'actionnariat et de permettre une information directe de celui-ci. À cette fin, l'émetteur peut traiter et analyser lui-même ce fichier d'actionnaires ou en faire assurer ce service par un prestataire, celui-ci étant astreint aux mêmes obligations de confidentialité et de secret professionnel que l'émetteur lui-même (cela dit, l'entrée en vigueur au 25 mai 2018 du règlement européen n° 2016/679 du 27 avril 2016 sur la protection des données personnelles va modifier ce régime, V. ci-après).

79 - Une exploitation du fichier par l'émetteur mais dans une autre optique que la gestion de l'actionnariat, dans un intérêt purement commercial, serait-elle permise ?

Selon une première thèse possible, les dispositions du Code de commerce, littéralement, n'interdisent pas une telle utilisation : en effet, aucune cession à une tierce personne n'est intervenue en l'occurrence. La sanction pénale prévue par le Code de commerce ne saurait dès lors s'appliquer. Cela étant, un actionnaire pourrait-il se plaindre, au nom de la déontologie, d'une utilisation, par exemple commerciale, des renseignements procurés par le titre au porteur identifiable (TPI) ? Son autorisation préalable semble nécessaire.

80 - Au demeurant, la question doit être surtout abordée sous l'angle de l'utilisation des **fichiers informatisés** qui est soumise à une forte réglementation. En principe, on ne peut traiter un fichier informatisé pour une autre finalité que celle qui a été prévue lors de son établissement, à moins que les personnes inscrites aient donné leur accord à d'autres utilisations. En ce sens, selon la directive européenne du 24 octobre 1995 relative à la protection des personnes physiques à l'égard du traitement des données à caractère personnel et à la libre circulation de ces données, les États membres prévoient que les données à caractère personnel doivent être « collectées pour des finalités déterminées, explicites et légi-

times, et ne pas être traitées ultérieurement de manière incompatible avec ces finalités »<sup>65</sup>.

Certes, au sens strict, une utilisation commerciale par l'émetteur ne paraît pas incompatible avec l'objet de la procédure TPI, simplement destinée à connaître les actionnaires au porteur, surtout si l'éventualité de ce traitement a été annoncée au préalable.

81 - Mais une utilisation commerciale doit-elle faire l'objet d'une déclaration à la CNIL ? En effet, la loi n° 78-17 du 6 janvier 1978 relative à l'informatique, aux fichiers et aux libertés<sup>66</sup> semble plus exigeante (mais, cette loi va être prochainement modifiée en raison de la transposition du règlement européen précité n° 2016/679 sur la protection des données personnelles). Selon elle, « les traitements automatisés d'informations nominatives » effectués pour le compte de personnes privées doivent, préalablement à leur mise en œuvre, faire l'objet d'une **déclaration auprès de la CNIL**<sup>67</sup>. Dans cette déclaration doivent figurer « les caractéristiques, la finalité... du traitement »<sup>68</sup> et toute modification de celles-ci doit être portée à la connaissance de la Commission<sup>69</sup>. L'article 28 de ce texte précise qu'« au-delà de la durée nécessaire à la réalisation des finalités pour lesquelles elles ont été collectées ou traitées, les informations ne peuvent être conservées sous une forme nominative qu'en vue de leur traitement à des fins historiques, statistiques ou scientifiques » et « les informations ainsi conservées, autres que celles visées à l'article 31 » (information concernant la race, les opinions politiques, philosophiques ou religieuses, etc.), « ne peuvent faire l'objet d'un traitement à d'autres fins qu'à des fins historiques, statistiques ou scientifiques, à moins que ce traitement n'ait reçu l'accord exprès des intéressés ou ne soit autorisé par la commission dans l'intérêt des personnes concernées ».

Il semble donc indispensable que la déclaration initiale à la CNIL comporte les différentes finalités envisagées du traitement du fichier. L'accord de la CNIL devrait éviter les difficultés<sup>70</sup>. À compter du 25 mai 2018, cette obligation déclarative devrait disparaître, V. ci-après<sup>71</sup>.

65. Dir. européenne relative à la protection des personnes physiques à l'égard du traitement des données à caractère personnel et à la libre circulation de ces données, 24 oct. 1995, art 6.

66. Mod. en dernier lieu par L. n° 2016-1321, 7 oct. 2016 et L. n° 2017-55, 20 janv. 2017.

67. L. n° 78-17, 6 janv. 1978, relative à l'informatique, aux fichiers et aux libertés, art. 16.

68. L. n° 78-17, 6 janv. 1978, relative à l'informatique, aux fichiers et aux libertés, art. 19.

69. L. n° 78-17, 6 janv. 1978, relative à l'informatique, aux fichiers et aux libertés, art. 19.

70. En ce sens, Comité juridique, ANSA, Com. n° 04-049.

71. N. Riboulet, Protection des données : ce qui va changer le 25 mai 2018 : BRDA 2/18, p. 19.

### Connaissance de l'actionariat et RGPD

par **Guillaume DESGENS-PASANAU**, magistrat, maître de conférences associé au CNAM, ancien chef du service juridique de la CNIL

C'est une petite révolution qui est actuellement à l'œuvre pour les professionnels. Avec le RGPD, lequel entrera en application en mai 2018 (ainsi qu'une nouvelle version de la loi « informatique et libertés » actuellement en cours d'adoption au Parlement), les règles qui encadrent la création de fichiers nominatifs sont assouplies. Les entreprises n'auront plus de déclarations à adresser à la CNIL, elles définiront par elles-mêmes leur politique interne de protection des données – sous le contrôle interne d'un « délégué à la protection des données » (DPD) – et elles bénéficieront, pour leurs fichiers transeuropéens, d'un dispositif de « guichet unique » leur permettant de choisir en Europe le pays et le régulateur national qui sera leur interlocuteur direct.

Il y a donc matière à se réjouir de l'adoption du texte. Tout d'abord, le RGPD sonne le glas des formalités préalables à accomplir auprès du régulateur local. En France, la loi « informatique et libertés » (loi I&L) et les pratiques de la CNIL ont été très fortement marquées depuis 40 ans par les règles juridiques relatives aux déclarations à accomplir. À tel point que, aujourd'hui encore, beaucoup de professionnels considèrent que la mise en conformité d'un fichier se résume à l'accomplissement de la formalité déclarative ad hoc auprès de la CNIL, au détriment du contrôle des modalités de fonctionnement du fichier lui-même. La mise en conformité d'un traitement à la loi implique en réalité de définir, autour du traitement, les mesures de nature juridique, technique et organisationnelle conformes aux prescriptions légales (sécurité, durée de conservation des données, mentions d'information, etc.). Les professionnels ne pourront plus désormais s'abriter derrière le paravent des formalités préalables et devront se préoccuper des règles à définir en interne pour assurer la conformité de leurs traitements.

Le pendant de l'abandon des formalités préalables est la mise en œuvre de l'obligation, pour le responsable de traitement, de documenter sa conformité (*règl., art. 5 et 24*). Ceci valorisera utilement une démarche de « corégulation » au travers de laquelle l'entreprise est invitée à se responsabiliser et à définir, par elle-même et souvent au travers du contrôle du DPD (*RGPD, art. 37 et s.*), les mesures de mise en conformité qu'elle estime les plus adaptées à sa situation et sur la base desquelles elle est tenue de rendre compte, tant auprès des autorités de contrôle que des personnes fichées, de son niveau exact de conformité à la loi. Les risques de non-conformité sont aujourd'hui tels (risques pénal, de sanction administrative à hauteur de 20 millions d'euros ou 4 % du CA mondial d'une entreprise, mais surtout d'image) que les entreprises ont bien compris l'intérêt qu'elles ont à engager des programmes internes de mise en conformité. Nul doute que cela sera plus efficace, en termes de protection des données, que l'accomplissement de formalités administratives.

La connaissance de l'actionariat individuel, en ce qu'elle implique la consultation et la constitution de traitements de données personnelles, nécessitera par conséquent de s'assurer de la conformité au RGPD des traitements mis en œuvre. En particulier, il appartiendra au responsable du traitement de tenir à jour un registre des traitements mis en œuvre. Des études d'impact (PIA) visant à évaluer les risques en termes de protection de la vie privée devront être rédigées préalablement à la mise en œuvre de certains traitements, notamment lorsque ceux-ci impliquent des opérations de profilage ou de scoring à grande échelle. En pareil cas, un délégué à la protection des données devra être obligatoirement désigné, et il lui appartiendra d'assurer les missions de conseil (réponses aux questions des opérationnels, rédaction de procédures ou de documents-type, réalisation d'opérations de sensibilisation) ou de contrôle (audit et tenue de la documentation de conformité) afin de s'assurer de l'existence d'un programme satisfaisant de gestion de la conformité.

Le RGPD implique assurément la mobilisation de moyens humains et informatiques, lesquels ont un coût. Néanmoins, l'harmonisation des règles de protection des données au niveau européen est une chance pour le développement économique de nos entreprises. La transposition de la directive du 24 octobre 1995 dans les différents pays de l'Union avait été marquée par des différences notables qui ont grandement complexifié le travail des entreprises exerçant des activités au niveau paneuropéen et qui les ont fragilisées vis-à-vis d'acteurs économiques établis en dehors de l'UE, par exemple aux États-Unis ou en Asie. Le nouveau règlement européen opère désormais un lissage des règles applicables et la mise en place d'un système de « guichet unique », qui permettra de garantir une mise en œuvre uniforme des programmes de conformité au niveau paneuropéen, et donc une rationalisation des coûts. Par ailleurs, le contexte de l'internationalisation des flux rend nécessaire, au-delà des aspects purement juridiques, que l'Europe parle d'une seule voix sur le plan politique face aux autres États du monde qui n'entendent pas a priori se conformer à un cadre aussi protecteur que celui défini en Europe. Ceci est d'autant plus vrai que, s'agissant de l'Internet, les opérateurs les plus importants sont tous établis en dehors de l'Union européenne. L'adoption du RGPD permet ainsi à l'Union européenne de disposer d'un outil harmonisé qui lui donnera la possibilité de peser plus lourdement dans le cadre de négociations internationales, par exemple concernant un éventuel traité impliquant les États-Unis ou les pays de la zone Asie-Pacifique.

82 - Quelles seraient les sanctions en cas d'omission de la déclaration à la CNIL ou de déclaration incomplète ou d'utilisation non conforme aux intentions proclamées dans la déclaration ?

En cas de violation des règles de déclaration à la CNIL ou en cas d'utilisation par l'émetteur du fichier TPI pour un autre usage que l'un de ceux qui ont été déclarés, les sanctions pénales prévues aux articles L. 226-16 à L. 226-24 du Code pénal seraient applicables. Par ailleurs, une action en responsabilité civile pourrait être introduite par des actionnaires mécontents.

L'accord formel des actionnaires pour une utilisation par l'émetteur de son fichier dans une autre finalité que celle pour laquelle il a été établi paraît pour le moins indispensable. La solution la plus prudente consiste alors à faire adopter par l'AGE une clause statutaire expresse comportant l'autorisation d'utiliser éventuellement les listes TPI à des fins commerciales propres à la société.

### 3° L'intermédiaire inscrit

#### a) Présentation générale

83 - Comme on l'a vu, la procédure TPI connaît des limites s'agissant des personnes inscrites pour compte de tiers. De plus, il existe un problème spécifique aux non-résidents, principalement anglo-saxons. Même s'il s'agit d'acquisitions en directe, de leur point de vue, c'est-à-dire en dehors de l'acquisition par le truchement d'une structure collective de type OPCVM, les actionnaires non résidents « petits porteurs » (ou porteurs moyens), ne se font pas inscrire en direct chez un intermédiaire français. Dans ce cas, il se pratique une chaîne d'inscription auprès de plusieurs intermédiaires jusqu'à l'établissement français (ces inscriptions successives ne résultent pas dans l'immense majorité des cas d'une volonté particulière de dissimulation à l'encontre de l'émetteur, mais uniquement de la pratique de l'administration des titres aux USA – elle-même étant

en grande partie le résultat d'ailleurs du régime des titres dans ce système juridique). Or, comme on l'a vu, seule la personne inscrite en compte au sens du droit français est juridiquement considérée comme actionnaire également au sens du droit français (le droit qui s'impose à l'émetteur). Seule cette personne est convoquée et peut voter aux assemblées. Durant longtemps, cette situation a perduré sans remède ; les intermédiaires, qui étaient inscrits en représentant en réalité plusieurs dizaines d'actionnaires non résidents, étaient considérés à priori comme des actionnaires apparents. Mais la situation devenait intenable avec la montée en puissance des investissements des non-résidents (près de 45 % pour les sociétés du CAC 40) et les exigences de quorum pour les AG en droit français.

84 - Malgré l'existence de la procédure TPI, il était impossible d'identifier les actionnaires réels du plus gros pourcentage des votants (certes, la position stricte du refus du vote des intermédiaires était possible mais au risque de ne pas pouvoir réunir le quorum). Il est à noter que cette situation des actionnaires non résidents concerne également les nominatifs (encore qu'ici, l'émetteur peut plus facilement identifier, avec l'accord de l'intermédiaire, les actionnaires réels. La solution pratique a été imaginée par un groupe de travail réuni à l'ANSA et présidé par son délégué général d'alors, Philippe Bissara, entre 1994 et 1996<sup>72</sup>. Le pragmatisme a été l'orientation de groupe de travail. Comme c'est la règle de l'inscription en compte de l'actionnaire réel qui pose problème en l'occurrence, le représentant d'une société industrielle a eu l'idée, toute simple au final mais audacieuse dans le contexte, de prévoir une dérogation expresse à cette règle pour les non-résidents, avec en contrepartie des obligations de transparence, au profit de l'émetteur.

85 - **En résumé**, on permet aux actionnaires réels non résidents de ne pas s'inscrire en direct mais par le truchement d'un intermédiaire financier (en réalité de plusieurs intermédiaires), appelé « intermédiaire inscrit », tout en conservant le pouvoir de transmettre leurs votes aux assemblées. L'intermédiaire peut être inscrit au porteur ou au nominatif. À la demande de l'émetteur, à l'issue d'une procédure TPI ou directement en cas de nominatif, l'intermédiaire inscrit doit transmettre l'identité des actionnaires réels, faute de quoi les droits de vote sont suspendus (il est à noter qu'une procédure équivalente existait déjà en Grande Bretagne).

86 - Cette proposition a fait l'objet d'un article de la loi du 15 mai 2001 ayant complété l'article L. 228-1 du Code de commerce. En effet, comme on le sait, les droits d'actionnaires ne peuvent être exercés que si leur titulaire est inscrit en compte conformément à la réglementation française (en application des dispositions de l'article L. 228-1 du Code de commerce et des articles L. 211-3 et suivants du Code monétaire et financier). Selon ces articles, comme on l'a vu, ce compte est tenu soit par l'émetteur, soit par l'un des prestataires de service d'instruments financiers mentionnés au 2° à 7° de l'article L. 542-1 du Code monétaire et financier (pour l'essentiel, établissements de crédit et entreprises d'investissement établis en France – ainsi que les organismes à statut public qui leur sont assimilés (V. C. mon. fin., art. L. 518-1) –, et dans les conditions du RGAMF, ces mêmes établissements qui ne sont pas établis en France. Ces intermédiaires sont en outre soumis aux articles 322-1 à 322-54 du règlement AMF (C. mon. fin., art. L. 211-3). Or, il n'existe apparemment pas de dispositions sur la faculté pour un intermédiaire non établi en France d'être teneur de compte au sens du droit français (et même si cela avait été le cas, il est fort probable que l'usage anglo-saxon de détention de titres dans une chaîne d'intermédiaires n'aurait pas été modifié).

87 - Dès lors, une dérogation expresse à l'obligation d'inscrire l'actionnaire réel était nécessaire (C. com., art. L. 228-1, 6° et 7° al.). Il est donc permis que l'inscription en compte de l'action-

naire s'effectue **indirectement** et c'est l'intermédiaire qui est inscrit. L'article R. 225-85 du Code de commerce relatif aux formalités d'inscription en compte préalable à l'assemblée (date d'enregistrement comptable – *record date*) prévoit d'ailleurs que cet enregistrement comptable est fait au nom de l'actionnaire « ou de l'intermédiaire inscrit pour son compte ».

La personne inscrite en compte, au sens du droit français, est alors un intermédiaire qui est « inscrit pour le compte de ce propriétaire ». « Cette inscription peut être faite sous la forme d'un compte collectif ou en plusieurs comptes individuels correspondant chacun à un propriétaire » (C. com., art. L. 228-1).

#### b) Analyse du mécanisme de l'intermédiation

##### 1) Champ d'application

88 - Selon l'article L. 228-1, le dispositif ne peut concerner que certains titres et certains actionnaires<sup>73</sup>. Seuls les titres de capital d'une société française qui ont été admis aux négociations sur un **marché réglementé** sont concernés (ce qui exclut les autres marchés boursiers non réglementés qui relèvent de la catégorie des systèmes multilatéraux de négociation des articles 521-1 à 524-6 du règlement AMF, ainsi que les autres titres admis chez un dépositaire central sans être coté sur un marché réglementé). La deuxième condition tient à la personne de l'actionnaire réel. Celui-ci ne doit pas avoir **son domicile sur le territoire français**, au sens de l'article 102 du Code civil, qu'il soit français ou étranger. La définition du domicile est réglée très sommairement au moyen d'un renvoi à l'article 102 du Code civil, qui se contente d'indiquer que le domicile est le lieu du principal établissement (la proposition initiale marquait sa préférence pour la définition fiscale plus complète : résidence d'au moins 6 mois à l'étranger).

Cela dit, on ne doit pas oublier que parmi ces non-résidents, réels ou contestables, figurent évidemment un certain nombre de français craignant le fisc. Toutefois, ces derniers évitent en général de réclamer des formulaires de vote aux assemblées.

##### 2) Condition pour être intermédiaire inscrit

89 - La loi ne fixe aucune condition de nationalité ou de profession pour être intermédiaire inscrit. En revanche, le texte impose de se révéler comme tel auprès de l'émetteur (nominatif) ou du teneur de compte français (action au porteur). L'article R. 228-1 dispose clairement que l'intermédiaire **doit déclarer sa qualité** d'intermédiaire inscrit pour le compte de tiers, dès l'ouverture du compte, auprès de la société émettrice, auprès d'un intermédiaire teneur de comptes ou auprès d'un dépositaire central lorsque l'intermédiaire inscrit a ouvert un compte de titres dans les livres de ce dépositaire central. À défaut, l'intermédiaire pourrait en principe se présenter comme actionnaire apparent mais en cas de doute de l'émetteur et d'absence de réponse satisfaisante, les droits de vote pourraient être suspendus. L'article L. 228-3-2, dernier alinéa précise d'ailleurs que le vote ou le pouvoir émis par un intermédiaire qui ne s'est pas déclaré comme tel ne peut être pris en compte.

##### 3) Nature de l'intermédiaire inscrit

90 - L'intermédiaire inscrit n'est pas actionnaire, il est un mandataire agissant pour le compte du ou des propriétaires des actions. Il doit révéler au teneur de compte sa qualité d'intermédiaire et répondre aux demandes d'identification des actionnaires en cas d'enquête « TPI » de l'article L. 228-2 ou de demande de l'émetteur en application de l'article L. 228-3 (titres nominatifs). La difficulté pratique de l'identification des actionnaires non résidents résulte du nombre d'écrans existant entre l'intermédiaire inscrit et le propriétaire réel. Celui-ci est en effet très rarement directement

72. Le rapport qui en résulte, rédigé par Jean-Paul Valuet, porte d'ailleurs un titre explicite : *L'identification des actionnaires des sociétés cotées, janv. 1997*.

73. Depuis l'ordonnance du 31 juillet 2014, il peut s'agir également d'obligations cotées.

connu de l'intermédiaire inscrit, qui est en relation uniquement avec un autre intermédiaire. Face à une demande de l'émetteur, il faut donc remonter la chaîne des inscriptions jusqu'à l'investisseur initial, ce qui peut prendre beaucoup de temps (initialement, l'intermédiaire inscrit était chargé d'effectuer une déclaration commune en cas de franchissement de seuils de participation, devant la lourdeur de cette obligation, elle a été supprimée par la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003).

#### 4) Le cas des titres nominatifs

91 - Dépassant les difficultés posées par les titres au porteur dans l'enquête TPI, la loi de 2001 a prévu une extension de l'interrogation pour les **titres nominatifs** lorsqu'un intermédiaire est inscrit sous cette forme. S'agissant de la révélation de la qualité d'intermédiaire inscrit, l'article R. 228-2 précise que lorsque les titres revêtent la forme **de titres nominatifs administrés**, l'intermédiaire teneur de compte transmet immédiatement la déclaration de l'intermédiaire inscrit à la société émettrice. Selon l'article L. 228-3 du Code de commerce, s'il s'agit de titres de forme nominative, donnant immédiatement ou à terme accès au capital, l'intermédiaire inscrit est tenu et sans qu'une clause statutaire soit nécessaire, de révéler l'identité des propriétaires de ces titres, ainsi que la quantité de titres détenus par chacun d'eux sur simple demande de la société émettrice ou de son mandataire, laquelle peut être présentée à tout moment. La réponse doit intervenir dans un délai fixé par décret (10 jours ouvrables en application de l'article R. 228-5).

92 - En outre, le même texte précise que les droits spéciaux attachés aux actions nominatives (notamment, le droit de vote double – art. L. 225-123 et le dividende majoré – art. L. 232-14), ne peuvent être exercés par un intermédiaire inscrit que si les renseignements qu'il fournit permettent le contrôle des conditions requises pour l'exercice de ces droits (spécialement, le respect du délai requis de détention des titres). Par ailleurs, lorsque l'intermédiaire est inscrit au nominatif, se pose la question éventuelle de la communication de la liste des inscrits visée à l'article L. 225-116 du Code de commerce. Lorsque l'émetteur a fait usage des dispositions de l'article L. 228-3 relatives à la transmission de l'identité des propriétaires réels des titres, les dispositions de l'article L. 225-116 relatives à la communication de la liste des actionnaires conduisent, selon certains, à inscrire ces propriétaires sur la liste des actionnaires nominatifs. En conséquence, l'émetteur devrait communiquer cette information dans les conditions des articles L. 225-116 et R. 225-90, c'est-à-dire que l'information doit être arrêtée à J-16, ce qui semble assez théorique (l'intermédiaire devant confirmer l'information à cette date). L'article L. 225-116 constituerait donc une dérogation à l'interdiction de transmettre certaines informations nominatives qui est prévue à l'article L. 228-3-4<sup>74</sup>.

#### c) Objet et sanction de la procédure d'interrogation

93 - Aussi longtemps que la société émettrice estime que certains détenteurs dont l'identité lui a été communiquée le sont pour le compte de tiers propriétaires des titres, elle est en droit de demander à ces détenteurs de révéler l'identité des propriétaires de ces titres, ainsi que la quantité de titres détenus par chacun d'eux, dans les conditions prévues respectivement au premier alinéa du II de l'article L. 228-2 pour les titres au porteur (procédure TPI) et au premier alinéa de l'article L. 228-3 pour les titres nominatifs.

En ce qui concerne spécifiquement l'intermédiaire inscrit qui s'est déclaré, l'émetteur peut, en application de l'article L. 228-3-2, 2<sup>e</sup> alinéa, lui demander, avant la transmission des votes (V. ci-après), **de fournir la liste des propriétaires non-résidents** des actions auxquelles ces droits de vote sont attachés ainsi que la quantité d'actions détenues par chacun d'eux.

94 - Les sanctions sont lourdes, car sont prévues la privation du droit de vote et même la suspension du droit au dividende.

Conformément aux dispositions de l'article L. 228-3-2, 3<sup>e</sup> alinéa, le vote ou le pouvoir émis par un intermédiaire qui n'a pas révélé l'identité des propriétaires des titres en vertu des articles L. 228-2 (TPI) ou L. 228-3 (titres nominatifs), ne peut être pris en compte.

De plus, lorsque la personne qui fait l'objet d'une demande en vertu des articles L. 228-2 à L. 228-3-1 n'a pas transmis les informations dans les délais prévus à ces articles ou a transmis des renseignements incomplets ou erronés relatifs soit à sa qualité, soit aux propriétaires des titres, soit à la quantité de titres détenus par chacun d'eux, les actions ou les titres donnant accès immédiatement ou à terme au capital et pour lesquels cette personne a été inscrite en compte sont **privés des droits de vote** pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à la date de régularisation de l'identification, et **le paiement du dividende correspondant est différé** jusqu'à cette date.

95 - En outre, au cas où la personne inscrite méconnaîtrait sciemment les dispositions des articles L. 228-1 à L. 228-3-1, le tribunal dans le ressort duquel la société a son siège social peut, sur demande de la société ou d'un ou plusieurs actionnaires détenant au moins 5 % du capital, prononcer **la privation totale ou partielle, pour une durée totale ne pouvant excéder 5 ans**, des droits de vote attachés aux actions ayant fait l'objet de l'interrogation et, éventuellement et pour la même période, du dividende correspondant.

#### d) Intermédiaire inscrit et exercice des droits d'actionnaires

96 - Contrepartie au droit d'interrogation de l'émetteur, le mécanisme de l'intermédiaire inscrit permet aux actionnaires non résidents d'exercer leur droit de vote en toute régularité, ce qui n'était pas le cas avant la loi de mai 2001 (V. ci-dessus).

L'intermédiaire inscrit est pour l'essentiel un « **transmetteur de vote** », y compris sous sa seule signature. En effet, l'article L. 228-3-2 du Code de commerce dispose que « *l'intermédiaire qui a satisfait aux obligations prévues aux septième et huitième alinéas de l'article L. 228-1 [se déclarer en tant que tel] peut, en vertu d'un mandat général de gestion des titres, transmettre pour une assemblée le vote ou le pouvoir d'un propriétaire d'actions tel qu'il a été défini au troisième alinéa du même article* » (C. com., art. L. 228-3-2 et R. 228-6).

97 - Il s'agit d'une dérogation importante au régime de la procuration qui ne peut s'appliquer que pour une seule assemblée. Ici au contraire, en vertu du mandat de représentation, l'intermédiaire peut voter à chaque assemblée. Une simplification essentielle pour le vote des non-résidents est donnée par l'article R. 228-6 du Code de commerce qui précise que l'intermédiaire inscrit bénéficiaire d'un mandat mentionné à l'article L. 228-3-2 du Code de commerce peut transmettre ou émettre **sous sa signature** les votes des propriétaires d'actions. Les mandats et procurations sont conservés durant un délai de 3 ans à compter de l'assemblée générale au cours de laquelle ont été exercés les droits de vote.

Le formulaire de vote à distance (par correspondance ou électronique) peut donc être signé uniquement par l'intermédiaire inscrit, au nom de très nombreux actionnaires réels. Il en est de même de la procuration.

98 - Comme on l'a vu, l'article L. 228-3-2 du Code de commerce ajoute la règle suivante très importante : avant de transmettre des pouvoirs ou des votes en assemblée générale, l'intermédiaire inscrit est tenu, **à la demande de la société** émettrice ou de son mandataire, de fournir la liste des propriétaires non-résidents des actions auxquelles ces droits de vote sont attachés ainsi que la quantité d'actions détenues par chacun d'eux. Cette liste est fournie dans les conditions prévues, selon le cas, aux articles L. 228-2 (TPI) ou L. 228-3 (les titres nominatifs).

99 - En dehors de l'exercice du droit de vote (à distance ou indirect) quels sont les **autres prérogatives** que peut accomplir l'intermédiaire inscrit ou plutôt quels sont les droits d'actionnaires que

les non résidents représentés par un intermédiaire inscrit peuvent accomplir indirectement par l'entremise de celui-ci ?

À priori, puisqu'il s'agit par hypothèse d'actionnaires réels, régulièrement représentés par un intermédiaire inscrit qui, on le suppose, s'est fait connaître comme tel auprès de l'émetteur et qui a, le cas échéant, répondu correctement aux demandes de celui, on ne voit pas pourquoi l'exercice des tous les droits d'actionnaires soulèverait une difficulté.

En réalité, le problème demeure que la personne inscrite en compte n'est pas l'actionnaire alors que la plupart des droits d'actionnaire, pour être reconnus, exigent une **attestation d'inscription en compte**.

100 - Par exemple, un intermédiaire inscrit peut-il se rendre physiquement à l'AG et voter en séance ? À partir du moment où la réglementation accorde à l'intermédiaire inscrit le pouvoir de signer un formulaire de vote à distance pour le compte des actionnaires non résidents, il serait incohérent de ne pas lui reconnaître la faculté d'exprimer un vote en assemblée en tant que mandataire légal de ceux-ci. Le mandataire dispose en effet des mêmes pouvoirs que son mandant en ce qui concerne le vote (rappel : l'émetteur peut toujours exiger la liste des actionnaires réels). Évidemment, cette possibilité de voter au nom des actionnaires englobe le droit de participer au débat et de statuer sur les amendements et résolutions nouvelles<sup>75</sup>.

101 - En pratique, il semble que les **droits patrimoniaux** puissent s'exercer normalement. L'intermédiaire inscrit est destinataire du dividende (et des autres droits patrimoniaux), à charge pour lui de le répartir aux ayants droit.

Plus complexe apparaît la mise en œuvre des **droits extrapatrimoniaux** (en dehors du droit de vote évidemment). Sur ce point, on peut hésiter car seul le vote est expressément prévu par le Code de commerce qui n'aborde pas, par exemple, la demande de renseignements complémentaire avant l'assemblée ou le dépôt de projet de résolution par les actionnaires qui en remplissent les conditions.

Une première réponse peut être trouvée dans ce qui est directement corrélatif à l'exercice du droit de vote. En ce sens, l'intermédiaire inscrit peut certainement recevoir la documentation pré assemblée, envoyée spontanément par l'émetteur, qu'il doit faire parvenir aux actionnaires réels.

102 - L'intermédiaire inscrit peut-il aller plus loin ?

La nature du contrat conclu entre les actionnaires non résidents et l'intermédiaire inscrit quant à l'exercice des droits extrapatrimoniaux pose d'ailleurs problème. Selon la réponse sur l'étendue du droit de représentation, on pourrait sans doute mieux apprécier le degré d'autonomie à accorder à l'intermédiaire dans ce domaine.

Si cette convention se rapprochait du contrat de commission de l'article L. 132-1 du Code de commerce, l'intermédiaire agirait en **son propre nom** mais pour le compte du commettant, en tant qu'intermédiaire, à la différence du mandataire qui agit **au nom** et pour le compte du mandant.

En tant que commissionnaire, l'intermédiaire inscrit aurait en théorie toute liberté pour exercer d'autres prérogatives que le vote, ainsi déposer des projets de résolution à partir du moment où l'inscription en compte correspondante atteint le seuil requis. Il n'aurait pas, selon cette thèse, à présenter les demandes des actionnaires réels. Mais en réalité, on doit remarquer que le Code de commerce utilise expressément le terme de « *mandat* » pour définir la convention concernant l'intermédiaire inscrit (C. com., art. L. 228-3-2), il faut donc en tirer les conséquences. De plus, la notion de transmission de vote semble davantage compatible avec le mandat qu'avec le contrat de commission dans lequel le commissionnaire n'agit pas au nom du commettant.

75. En ce sens, *Comité juridique, Com. ANSA n° 11-025, 6 avr. 2011*. – Cet avis traite également des hypothèses de la participation aux AG de l'actionnaire non-résident « intermédié », qu'il est ou non transmis son vote.

103 - L'intermédiaire inscrit agit pour le compte des actionnaires réels selon les dispositions prévues par ce régime spécifique de mandat. L'intermédiaire inscrit, qui n'est pas un actionnaire, ne semble pas pouvoir bénéficier de plein droit de tous les droits reconnus à ceux-ci. Au sens strict, il ne saurait être titulaire que des droits que la loi lui reconnaît expressément.

On peut sans doute distinguer entre les droits directs liés au vote comme demander des renseignements complémentaires ou poser des questions écrites et ceux qui vont nettement au-delà en étant destinés à modifier le déroulement de l'assemblée, comme présenter des projets de résolution. Concernant la première catégorie de ces droits, on pourrait retenir une interprétation souple des conditions d'exercice (attestation d'inscription en compte de l'actionnaire réel). S'agissant de la deuxième catégorie de prérogatives, il conviendrait au contraire de se montrer prudent, l'exercice du vote par l'intermédiaire inscrit restant fondamentalement une dérogation, par nature d'interprétation stricte.

En l'absence d'autorisation légale spécifique et d'adaptation des conditions d'exercice, on peut donc penser que l'intermédiaire inscrit est dépourvu du droit de déposer des projets de résolution<sup>76</sup>.

Régis FOY

## B. - La directive révisée sur les droits des actionnaires de 2017 et les travaux de transposition

Isabelle TRÉMEAU,  
secrétaire général ANSA

104 - La directive 2017/828 du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36 en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires a été publiée au JOUE du 20 mai 2017 après près de 3 ans de discussions<sup>77</sup>.

Elle ajoute notamment à la directive de 2007 des dispositions relatives à la facilitation de l'exercice de leurs droits par les actionnaires et entend à cet égard encourager la communication directe des émetteurs vers leurs actionnaires et améliorer la transmission d'informations entre les émetteurs et leurs actionnaires au travers de la chaîne d'intermédiaires<sup>78</sup>. Ces dispositions nouvelles doivent être complétées par des actes d'exécution<sup>79</sup> que la Commission européenne doit adopter dans les 15 mois de l'entrée en vigueur de la directive. La Commission est assistée, dans la préparation de ces actes d'exécution, par un groupe d'experts (*Commission expert group on technical aspects of corporate governance processes – CG-TECH*). L'ESMA a par ailleurs publié le 5 avril 2017 un rapport sur les systèmes nationaux d'identification des actionnaires et de transmission d'informations, qui tend à apprécier le degré d'har-

76. En ce sens, V. ANSA, *Com. n° 10-042*.

77. P. Barban, *L'identification des actionnaires* : Rev. sociétés 2017, p. 678. La proposition de la Commission européenne, publiée le 9 avril 2014, a suscité des objections sur plusieurs points, en particulier en ce qui concerne le traitement des transactions entre parties liées, le *say on pay* et l'identification des actionnaires. Le 25 mars 2015, le Conseil a adopté un texte modifiant en profondeur la proposition initiale de la Commission et privilégiant une approche flexible, plus respectueuse de la diversité des législations nationales existantes. Le texte voté le 8 juillet 2015 par le Parlement européen introduisait toutefois un reporting fiscal public pays par pays, ce qui a provoqué un blocage lors des discussions en trilogue. À la suite du retrait de cet amendement, les trois institutions européennes sont parvenues à un accord le 7 décembre 2016.

78. Ce nouveau dispositif s'applique non seulement aux intermédiaires européens, mais également aux intermédiaires qui n'ont ni leur siège social ni leur administration centrale au sein de l'Union européenne dès lors qu'ils fournissent des services aux actionnaires de sociétés qui ont leur siège au sein de l'Union européenne et dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé établi ou opérant dans un État membre (art. 3 *sexies*).

79. S'agissant d'actes d'exécution et non d'actes délégués, la Commission européenne a compétence exclusive pour les adopter, sans que soit imposée une consultation des autres institutions européennes ou de l'ESMA, qui a toutefois publié un rapport en ce qui concerne les procédures d'identification et de transmission d'information en vigueur dans les différents États membres. La Commission européenne devrait lancer à l'automne 2017 une consultation sur des projets de mesures de niveau 2.

nisation des règles et pratiques existant au sein des différents États membres<sup>80</sup> et formule des suggestions à l'attention de la Commission.

Si la directive révisée doit être transposée par les États membres d'ici le 10 juin 2019, les dispositions relatives à la facilitation de l'exercice de leurs droits par les actionnaires ne devront être transposées que dans un délai de 24 mois suivant l'adoption de des mesures de niveau 2 (les actes d'exécution devant être adoptés par la Commission d'ici le 10 septembre 2018, la transposition interviendra d'ici le 9 septembre 2020).

Outre des mesures relatives à la transmission d'informations et à l'exercice de leurs droits par les actionnaires, la directive révisée introduit au niveau européen des dispositions relatives à l'identification de ces derniers. À dire vrai toutefois, il s'agit moins de l'institution d'un mécanisme européen uniforme que de l'affirmation d'un principe complété d'options qui laissent une assez grande liberté aux États membres.

### 1° Principe européen d'identification de leurs actionnaires par les émetteurs

105 - L'article 3 bis de la directive révisée octroie ainsi aux émetteurs côtés européens le droit d'identifier, de manière discrétionnaire, leurs actionnaires, sous réserve de l'option permettant aux États membres de limiter ce droit d'identification aux seuls actionnaires dépassant un seuil de détention au plus égal à 0,5 % du capital ou des droits de vote. La transposition de ce principe européen devrait conduire à lever les obstacles à l'identification des actionnaires qui peuvent exister dans le cas d'un actionnariat européen, puisque les États membres ne pourront plus s'opposer à cette identification.

106 - On relèvera en outre que la directive précise que les données personnelles des actionnaires doivent être traitées de manière à permettre aux émetteurs d'identifier leurs actionnaires actuels en vue de communiquer directement avec eux dans le but de faciliter l'exercice de leurs droits<sup>81</sup>. La directive révisée ne prévoit donc pas l'accès aux données personnelles des actionnaires à d'autres personnes que les émetteurs. Le rapport précité de l'ESMA (pt 19) souligne d'ailleurs que la plupart des États membres qui prévoient un mécanisme d'identification ne permettent pas l'accès aux résultats obtenus à des personnes autres que l'émetteur.

### 2° Modalités européennes d'identification des actionnaires

107 - Aux termes de la directive révisée, le droit à l'identification des actionnaires emporte obligation pour les intermédiaires de communiquer sans délai à l'émetteur qui en fait la demande les informations relatives à l'identité de ses actionnaires. Lorsque les actions sont détenues par le biais d'une chaîne d'intermédiaires, la demande de l'émetteur doit être transmise sans délai entre ces derniers et les informations doivent être communiquées à l'émetteur par l'intermédiaire qui les détient. Les États membres peuvent en outre prévoir que l'émetteur peut demander au dépositaire central de collecter cette information. Ils peuvent également permettre à l'émetteur d'exiger d'un intermédiaire qu'il lui communique des informations relatives à l'intermédiaire qui lui succède dans la chaîne.

La directive offre donc aux États membres différentes options, ce qui s'explique sans doute par la diversité des mécanismes nationaux. Dans son rapport précité, l'ESMA considère ainsi que l'absence de définition uniforme de la notion d'actionnaire rend

délicate l'harmonisation des systèmes nationaux d'identification et constate que si la moitié des États membres octroie déjà aux émetteurs le droit d'identifier leurs actionnaires, les mécanismes nationaux sont assez différenciés, même si la plupart du temps le dépositaire central joue un rôle important entre l'émetteur et les intermédiaires. L'enjeu de la transposition en droit français est donc celui de la préservation du système français d'identification, tel qu'il vient d'être présenté, qui ne paraît pas incompatible avec les dispositions très générales de la directive.

108 - Les actes d'exécution que la Commission est habilitée à adopter ne devraient pas remettre en cause cette relative liberté des États membres dans le choix du mécanisme d'identification puisqu'ils ne doivent concerner que le format de la demande de l'émetteur et des informations à lui transmettre, en ce compris leur sécurité et interopérabilité, ainsi que les délais à respecter. L'ESMA a d'ailleurs estimé, dans le même rapport, qu'une harmonisation renforcée était envisageable sur ces points.

Isabelle TRÉMEAU

## 3. La connaissance de l'actionnariat par la liste des actionnaires et par la feuille de présence des actionnaires —

Dominique MANGENET,  
membre du comité juridique ANSA

109 - Le champ de la présente étude, qui englobe – sous réserve de l'exclusion du dispositif des franchissements de seuils légaux et statutaires<sup>82</sup> – tous les dispositifs légaux permettant à toute personne de prendre connaissance de l'actionnariat d'une société anonyme, invite donc à examiner le droit de communication instauré par la loi au profit des actionnaires, voire de personnes non-actionnaires en raison de la nature de leurs liens avec la société, dans la mesure où ce droit porte sur des documents sociaux donnant des informations utiles à cet effet.

Les documents pertinents à cet égard sont, d'une part la liste des actionnaires que la société est tenue d'établir avant toute assemblée générale en application de l'article R. 225-90 du Code de commerce et, d'autre part, la feuille de présence aux assemblées, dont l'établissement est requis par l'article L. 225-114 de ce même code.

110 - En effet, si les sociétés et leurs dirigeants cherchent à connaître leurs actionnaires, ces derniers ont, au moins potentiellement, également un intérêt à connaître leurs coassociés dans le cadre de l'exercice de leurs prérogatives d'actionnaires. La connaissance mutuelle des actionnaires peut se révéler essentielle à l'occasion de la survenance de certains événements pouvant affecter la vie sociale.

Les objectifs poursuivis par l'actionnaire qui souhaite exercer son droit de communication peuvent être multiples ; par exemple, la vérification par l'actionnaire lui-même de la prise en compte de ses actions et de son vote, ou encore des pouvoirs conférés le cas échéant à un mandataire à l'occasion d'une assemblée. S'agissant de la liste des actionnaires, l'objectif pourrait être la recherche d'un actionnaire éventuellement cédant ou acquéreur d'actions de la société, ou encore la recherche d'une majorité à l'occasion du vote d'une résolution, liste évidemment non limitative.

Au demeurant, la question n'a qu'un intérêt secondaire du point de vue du droit, car l'accès à ces informations, dans les limites fixées par la loi, constitue un droit discrétionnaire du bénéficiaire du droit de communication dont la société ne saurait donc a priori limiter le plein exercice, sous réserve bien entendu de fraude ou d'abus, aucun droit n'étant, dans son principe ou ses modalités d'exercice, absolu.

80. Le rapport de l'ESMA n'envisage pas la facilitation de l'exercice de leurs droits par les actionnaires. En revanche, le rapport porte sur des questions qui ne sont pas explicitement visées par la directive au titre des mesures de niveau 2, comme par exemple la possibilité pour les actionnaires de convoquer une assemblée générale ou d'ajouter des points à l'ordre du jour.

81. Ces données ne doivent pas être conservées plus de 12 mois après que l'émetteur a appris que la personne concernée avait cessé d'être actionnaire.

82. V. n° 1.



En effet, si la loi ne pose pas de limite spécifique à l'utilisation de l'information et si le bénéficiaire de l'information peut en faire usage en vue de la satisfaction de son propre intérêt et de ses propres objectifs, cette satisfaction ne doit pas être recherchée contre l'intérêt de la société ou dans une finalité étrangère au bon fonctionnement du pacte social, sauf à encourir le grief d'usage abusif.

111 - Ce droit d'accès s'exerce de manière différenciée selon qu'il s'agit de la feuille de présence ou de la liste des actionnaires, et selon des modalités qui restent à examiner ci-après, sans qu'il y ait lieu de distinguer selon que les actions de la société ont fait ou non l'objet d'une cotation sur un marché boursier, le dispositif légal étant le même pour toutes les sociétés anonymes.

Seront donc évoqués successivement les modalités d'exercice du droit de communication portant sur la liste des actionnaires et sur la feuille de présence aux assemblées d'actionnaires, la nature des informations transmises à ce titre, les limites à l'utilisation des informations obtenues par l'actionnaire, et enfin, les sanctions applicables en cas de manquement de la société à ses obligations de communication.

### A. - Les modalités d'exercice du droit de communication portant sur la liste des actionnaires et sur les feuilles de présence aux assemblées générales

112 - Le droit de communication portant sur la liste des actionnaires est régi principalement par les articles L. 225-116, R. 225-90 et R. 225-91 du Code de commerce : en vertu de ces dispositions, tout actionnaire a le droit, pendant le délai de 15 jours qui précède la réunion de l'assemblée générale de prendre connaissance ou copie, au siège social ou au lieu de la direction administrative, de la liste des actionnaires arrêtée par la société le 16<sup>e</sup> jour qui précède la réunion de l'assemblée.

Le droit de communication portant sur la feuille de présence aux assemblées générales est régi par les articles L. 225-117 et R. 225-92 de ce même code. En vertu de ces dispositions, tout actionnaire a le droit, à toute époque, d'obtenir communication (notamment) des feuilles de présence des assemblées tenues au cours des trois derniers exercices.

Dans les développements qui suivent, et à défaut de mention spécifique ou contraire, toute référence au droit de communication vise tant la communication de la liste des actionnaires que la communication de la feuille de présence aux assemblées.

#### 1° Qui sont les bénéficiaires du droit de communication ?

113 - Tout d'abord l'actionnaire, qui peut exercer ce droit par lui-même ou par le mandataire qu'il a désigné pour le représenter à l'assemblée. Il peut se faire assister par un expert (V. C. com., art. R. 225-94). Il a été jugé qu'il pouvait recourir à l'assistance d'un huissier, par voie de requête au président du tribunal de grande instance. Le droit de communication peut être exercé par chacun des copropriétaires d'actions indivises (C. com., art. L. 225-118) et par le nu-propriétaire et par l'usufruitier d'actions (même article), qu'il dispose ou non du droit de vote à l'assemblée.

114 - Ce droit s'étend au-delà même du cercle des actionnaires, compte-tenu de la nature des liens existant entre les bénéficiaires visés ci-après et la société. Ce droit est en effet reconnu aux personnes suivantes :

- les représentants de la masse des obligataires qui peuvent exercer leur droit dans les mêmes conditions que les actionnaires (C. com., art. R. 228-55) ;
- les porteurs de certificats d'investissement (C. com., art. L. 228-32) ;
- les porteurs de certificats de droit de vote, qui, en vertu du démembrement de l'action, bénéficient de l'ensemble des droits qui lui sont attachés, autres que les droits pécuniaires ;

- les porteurs de titres participatifs (C. com., art. L. 228-37) ;
- les membres du comité d'entreprise (C. trav., art. L. 2312-25).

Il convient de souligner que le droit reconnu à ces bénéficiaires s'exerce dans les mêmes conditions et limites que celui reconnu aux actionnaires.

#### 2° À quelle occasion le droit peut-il être exercé et dans quel délai ?

115 - Il convient de distinguer ici le droit de communication de la liste des actionnaires, exerçable uniquement à l'occasion de l'assemblée et le droit de communication portant sur la feuille de présence aux assemblées, qui relève du droit de communication permanent.

##### a) Le droit de communication de la liste des actionnaires

116 - Ce droit est strictement encadré dans le temps et ne peut être exercé que pendant le délai de 15 jours qui précède la date de réunion de l'assemblée générale. Il constitue donc à la fois un délai maximum et minimum. En outre, ce droit est exerçable à l'occasion de toute assemblée générale réunie par la société, qu'il s'agisse de l'assemblée générale ordinaire annuelle, ou toute autre assemblée ordinaire ou extraordinaire qui pourrait être réunie par la société en cours d'exercice, ou encore le cas échéant de toute assemblée spéciale. En effet, l'article L. 225-117 vise « les assemblées » sans la moindre restriction.

117 - Ce droit permet donc au bénéficiaire d'obtenir un état de l'actionariat arrêté à une date unique proche de la date de réunion de l'assemblée générale, sans que la société soit tenue de procéder à une mise à disposition d'une liste rectifiée en cas de mouvements de titres intervenant entre la date d'établissement de la liste et la date de réunion de l'assemblée générale. De manière raisonnable, l'AMF n'a pas jugé utile de reprendre à son compte la proposition n° 8 du rapport de la commission consultative Épargnants de l'AMF, en vue de modifier l'article R. 225-90 pour rendre accessible aux actionnaires toute mise à jour de la liste des actionnaires établie en amont de l'assemblée générale.

##### b) Le droit de communication portant sur les feuilles de présence aux assemblées

118 - Ce droit peut au contraire être exercé « à toute époque ». Il est toutefois cantonné dans le temps puisque ce droit ne peut s'exercer qu'à l'égard des feuilles de présence des assemblées « tenues au cours des trois derniers exercices ». Ces termes conduisent selon nous à retenir les trois derniers exercices clos (par exemple, en 2018, les feuilles de présence des assemblées tenues en 2015, 2016, 2017) sans qu'il y ait donc obligation de fournir, après l'assemblée statuant en 2018 sur les comptes de 2017, la feuille de présence de cette dernière assemblée, étant précisé que de nombreuses sociétés fournissent spontanément les informations liées à cette dernière assemblée<sup>83</sup>.

#### 3° En quel lieu le droit de communication doit-il être exercé ?

119 - Ce droit s'exercera le plus fréquemment au lieu du siège social. Cependant, en cas de dualité du lieu du siège social et de la direction administrative, il convient de considérer selon nous que l'actionnaire peut exercer son droit de communication indifféremment au lieu du siège social et au lieu de la direction administrative. La formulation de l'article R. 225-90 conduit à cette solution, l'actionnaire pouvant exercer son droit « aux lieux prévus à

83. V. *Mémento Lefebvre Sociétés commerciales 2018*, n° 46651.

l'article R. 225-89 », qui vise indistinctement le siège social ou le lieu de la direction administrative<sup>84</sup>.

#### 4° Selon quelles formes la société est-elle tenue de fournir l'information ?

120 - Les textes applicables disposent que le droit de communication consiste en celui de **prendre connaissance** et celui de **prendre copie** des documents, au siège social ou au lieu de la direction administrative. Les modalités de mise à disposition doivent donc être envisagées au regard de cette exigence.

Tout d'abord, l'actionnaire ne peut pas exiger de la société l'envoi d'une copie des documents, il doit se rendre à l'un des lieux prévus par la loi (V. ci-dessus).

La prise de connaissance par une simple consultation des documents sur place ne soulève pas de difficultés particulières et ne nécessite pas de développements particuliers.

121 - S'agissant du droit de prendre copie, une réponse ministérielle a considéré qu'il recouvre tout procédé assurant à l'actionnaire la conservation des renseignements dont il a eu connaissance en compulsant les documents mis à sa disposition (prise de notes, photographies, utilisation d'un magnétophone), mais exclut la faculté d'exiger de la société la remise d'une copie des documents<sup>85</sup>.

Concernant les modalités de délivrance de l'information par la société, et s'agissant de la **liste des actionnaires**, la mise à disposition peut se faire sous format papier, aucune disposition n'imposant à la société une mise à disposition de la liste sous une forme numérisée. S'agissant des feuilles de présence, et en vertu de l'article R. 225-95 modifié par le décret n° 2011-1473 du 9 novembre 2011, l'émetteur est maintenant autorisé (mais non tenu) à en permettre la consultation, avec les pouvoirs et les formulaires de vote qui y sont annexés, sous une forme numérisée et électronique.

122 - En résumé, l'information due au bénéficiaire est quérable et non portable et la société n'est pas tenue de fournir les moyens techniques susceptibles de permettre cette copie. Son obligation de communiquer l'information se limite à la délivrer d'une manière permettant une éventuelle prise de copie par le bénéficiaire, par tout moyen fourni par le bénéficiaire propre à assurer la conservation des renseignements recherchés adapté aux modalités de mise à disposition offertes par la société.

### B. - La nature des informations véhiculées par la liste d'actionnaires et par la feuille de présence

123 - La présente étude ayant pour objet la connaissance de l'actionnariat, les développements qui suivent se limiteront à rappeler brièvement la nature de l'information ressortant de la feuille de présence et celle ressortant de la liste des actionnaires.

#### 1° La feuille de présence

124 - La loi impose la tenue d'une feuille de présence à l'occasion de chaque assemblée générale, à laquelle doivent être annexés les pouvoirs donnés à chaque mandataire (*C. com.*, art. L. 225-114) ; elle contient le nom, prénom usuel, et domicile de chaque actionnaire présent physiquement, votant par visioconférence ou télécommunication électronique et votant par correspondance, le nombre d'actions dont il est titulaire, ainsi que le nombre de voix attaché à ces actions (*C. com.*, art. R. 225-95).

Le droit de communication s'étend bien entendu aux pouvoirs qui y sont annexés.

L'article R. 225-95, alinéa 2 permet toutefois un mode simplifié de tenue de la feuille de présence qui ne sera pas plus longtemps

évoqué ici dans la mesure où il n'a pas d'incidence sur le contenu des informations communiquées.

#### 2° La liste d'actionnaires

125 - Le contenu de la liste des actionnaires est fixé par la 2<sup>e</sup> phrase du deuxième alinéa de l'article R. 225-95, qui est rédigé comme suit : « [la liste des actionnaires] contient les noms, prénom usuel et domicile de chaque titulaire d'actions **nominatives**. Le nombre d'actions dont chaque actionnaire est titulaire au porteur est en outre mentionné ».

126 - La portée de cette dernière phrase a donné, et continue de donner matière à réflexion<sup>86</sup>.

Selon nous, il convient de considérer que la liste des actionnaires comporte les nom, prénom usuel et domicile de chaque titulaire d'actions nominatives ainsi que le nombre d'actions que les titulaires d'actions **nominatives** détiennent également au porteur.

En effet, une interprétation qui cantonnerait l'obligation de la société à indiquer le nombre des seules actions nominatives nous paraît difficilement conciliable avec la mention expresse des termes « au porteur » contenue dans l'article L. 225-95, auquel il convient de donner du sens. Inversement interpréter la disposition comme obligeant la société à établir outre la liste des actionnaires au nominatif, une liste des actionnaires au porteur reviendrait à oublier que le texte ne fait pas de référence expresse à l'établissement d'une telle liste, alors qu'il a pris le soin d'exiger l'établissement de la liste pour les actionnaires nominatifs. On peut remarquer en outre que ce texte a fait l'objet d'une erreur de codification, le texte d'origine faisant mention des actions « dont chaque actionnaire est titulaire **ou** porteur » ; toute codification s'effectuant, ou devant s'effectuer, à droit constant, il est légitime de le lire comme obligeant la société à établir la liste de ses actionnaires nominatifs et à compléter cette liste purement nominative, par une information chiffrée concernant le nombre d'actions possédées par ce même titulaire, au nominatif, d'une part, et, d'autre part, le nombre dont il est par ailleurs porteur.

S'agissant des actions au porteur, il ne pourrait s'agir que des actions au porteur connus de l'émetteur dans le cadre de la participation de l'actionnaire nominatif à une assemblée.

127 - Force est de constater que la connaissance de l'actionnariat par le biais de la liste des actionnaires ne sera que partielle, et que seule l'identité des actionnaires nominatifs pourra être appréhendée en totalité, cette remarque étant sans objet pour les sociétés ayant toutes leurs actions au nominatif, par effet de la loi ou d'un choix volontaire de la société.

### C. - Les limites à l'utilisation des informations obtenues par l'actionnaire

128 - Si l'obtention de l'information constitue un droit discrétionnaire de l'actionnaire, son usage doit être entouré de certaines précautions.

L'AMF, dans sa recommandation sur les assemblées générales de sociétés cotées – DOC-2012-05, et reprenant à son compte la proposition n° 10 du rapport de sa commission consultative Épargnants, affirme que « les actionnaires prenant copie de la liste des actionnaires ou de la feuille de présence sont soumis à une obligation de discrétion, la mise à disposition du public de ces listes étant susceptible de constituer un abus de droit ».

Même si la référence à la notion d'obligation de discrétion ne paraît pas vraiment pertinente sur un strict plan juridique, car inscrite ni dans la loi, ni dégagée par la jurisprudence, à notre connaissance, il est incontestable que l'utilisation de l'information ne doit pas être abusive, et a fortiori frauduleuse, conformément aux règles du droit commun, tout usage abusif d'un droit étant

84. Dans le même sens, V. *Mémento Lefebvre Sociétés commerciales* 2018, n° 46563. – Pour une approche plus nuancée, V. *Lamy Sociétés commerciales*, n° 3865.

85. *Rép. min.* n° 22652 : JOAN 5 avr. 1972, p. 819.

86. V. *Avis, Comité juridique, ANSA*, n° 16020, 11 mai 2016.

sanctionné par l'octroi par le juge de dommages et intérêts à la personne victime de cet abus, qui doit en démontrer l'existence.

129 - Il est difficile de définir a priori les contours exacts de l'utilisation abusive de l'information, car tout est affaire d'espèce que le juge devra trancher au cas par cas.

Dans une réponse ministérielle<sup>87</sup>, la chancellerie a estimé que la communication des informations régulièrement obtenues, faite par un actionnaire membre d'une association d'actionnaires (syndicat de défense) aux autres membres de l'association ne peut être considérée comme abusive car liée à l'exercice des droits des actionnaires.

Il a toutefois été jugé<sup>88</sup>, dans une affaire concernant une société civile faisant publiquement appel à l'épargne<sup>89</sup>, que « la mise à disposition du public des feuilles de présence sur lesquelles figurent l'identité des associés ne constitue pas une violation de l'intimité de ces derniers dans les termes de l'article 9 du Code civil, qu'elle est néanmoins susceptible de revêtir à l'égard de ses associés comme des sociétés, le caractère d'une divulgation constitutive d'un abus de droit [...] Considérant que quelle que soit l'utilité de l'objectif de cette association [il s'agissait d'une association de défense], celle-ci ne suffit pas à conférer à cette dernière le droit d'obtenir et d'user d'informations que la loi réserve aux associés. ».

Dans cette affaire, la Cour a considéré que l'abus de droit serait constitué en cas de mise à disposition du public de documents dont la communication est réservée aux associés, par une association ayant pour objet notamment la défense des porteurs de valeurs mobilières, qui ne limiterait pas la transmission de ces documents aux seuls associés de la société en cause.

#### D. - Les sanctions applicables en cas de manquement de la société à ses obligations de communication

130 - L'actionnaire, ou tout autre bénéficiaire du droit de communication, qui ne parviendrait pas à obtenir de la société qu'elle se conforme à ses obligations de mise à disposition de la liste des actionnaires ou des feuilles de présence n'est pas démuné de voies de recours, qui vont être examinés ci-après.

##### 1° L'injonction de faire, sous astreinte

131 - L'article L. 238-1 dispose en effet que les personnes disposant du droit de communication portant notamment sur les documents visés aux articles L. 225-116 et L. 225-117 (liste des actionnaires et feuilles de présence) peuvent demander au président du tribunal statuant en référé soit d'enjoindre sous astreinte au liquidateur ou aux administrateurs, gérants, et dirigeants de les communiquer, soit de désigner un mandataire chargé de procéder à cette communication. Lorsqu'il est fait droit à cette demande, l'astreinte et les frais de procédure sont à la charge des administrateurs, des gérants, des dirigeants ou du liquidateur mis en cause.

87. Rép. min. n° 9709 : JOAN 4 mai 1974.

88. CA Paris, 25 janv. 1975 : Rev. sociétés 1975, p. 303, note D. Schmidt.

89. D. n° 71-524, 1<sup>er</sup> juill. 1971.

La demande doit donc être dirigée contre les administrateurs et dirigeants pris en leur nom personnel et non contre la société qu'ils représentent, qui en supportent les conséquences pécuniaires (montant de l'astreinte et coûts de procédure), lorsqu'il y est fait droit.

Il a été jugé que la demande ne peut être faite, s'agissant du droit de consultation préalable aux assemblées générales, hors du délai ouvert par la loi pour l'exercice du droit de communication, et ne peut donc aboutir lorsque celle-ci est formée après la tenue de l'assemblée générale<sup>90</sup>. Cette exigence concerne la communication de la **liste des actionnaires** et non celle des feuilles de présence, qui entrent dans le cadre du droit de consultation préalable aux assemblées.

Cette procédure est venue se substituer aux sanctions pénales, qui ont été supprimées par la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 simultanément à son introduction<sup>91</sup>.

##### 2° Le risque de nullité de l'assemblée

132 - Par ailleurs, l'actionnaire qui n'a pu obtenir satisfaction de sa requête en communication de la **liste des actionnaires** (qui relève du droit de communication préalable à la réunion de l'assemblée) pourrait songer à introduire une action en vue de voir prononcer la nullité de ladite assemblée, en application de l'article L. 225-121, alinéa 2, qui frappe d'une nullité **facultative** l'assemblée pour laquelle une violation de l'article L. 225-116 (liste des actionnaires) ou du décret pris pour son application a été commise. Aucune sanction n'est édictée expressément par la loi en cas de non communication des **feuilles de présence**, qui relèvent pour leur part du droit de communication permanent. Mais on ne peut exclure une nullité fondée sur la violation de l'article L. 225-117 dans le cas où les tribunaux reconnaîtraient un caractère impératif à ces dispositions qui visent des informations relevant du droit de communication permanent<sup>92</sup>.

Il appartient au juge en fonction des circonstances d'apprécier l'importance du manquement reproché à la société avant de prononcer la nullité facultative.

##### 3° L'action en responsabilité contre la société

133 - Enfin l'actionnaire pourrait rechercher la responsabilité de la société et de ses dirigeants, dans le cas où celui-ci pourrait faire valoir un préjudice distinct que le refus de communication aurait pu lui causer, et obtenir ainsi l'allocation de dommages et intérêts.

Dominique MANGENET

*Mots-Clés* : Connaissance de l'actionariat - Technique juridique - Distinction Sociétés cotées et non cotées

90. Cass. com., 26 févr. 2008, n° 07-15.269 : JurisData n° 2008-042933 ; Bull. civ. IV.

91. L. n° 2001-420, 15 mai 2001, art. 122.

92. En ce sens, V. *Mémento Lefebvre Sociétés commerciales* 2018, n° 46670.

**Pub\_28 : apr1802\_p28.pdf**

## 2 Les clauses de *materiality read-out* dans les opérations de M & A



Emmanuel MIMIN,  
avocat counsel,  
Clifford Chance



Raphaël DURAND,  
avocat,  
Clifford Chance

### CONTEXTE

La clause de *materiality read-out* (ou *materiality scrape*) est la stipulation par laquelle les parties à un contrat d'acquisition (*SPA*) conviennent de ne pas tenir compte des qualificatifs de matérialité (*materiality qualifiers*) dont sont assorties certaines stipulations du contrat, notamment les déclarations et garanties (*representations & warranties*) consenties par le vendeur.

Focus sur une pratique contractuelle qui, surprenante au premier abord, est devenue un standard de marché aux États-Unis et pourrait rapidement se développer au-delà.

### EXPERTISE

Dans le cadre de la négociation d'un contrat d'acquisition, le vendeur est couramment amené à contracter un certain nombre d'obligations pré-*closing* (*covenants*) (relatives, notamment, à sa gestion du périmètre cédé jusqu'au *closing*, ou encore à sa coopération avec l'acquéreur en vue de l'accomplissement de certaines actions ou formalités) et à consentir un certain nombre de déclarations et garanties (*representations & warranties*) au bénéfice de l'acquéreur dont l'objet principal est de prémunir ce dernier contre des éventuels passifs qui n'auraient pas été identifiés à l'occasion des opérations de *due diligence*.

Les stipulations contractuelles correspondantes font habituellement l'objet de discussions extensives entre le vendeur, l'acquéreur et leurs conseils respectifs tant en ce qui concerne leur principe même qu'en ce qui concerne les termes précis selon lesquels elles seront rédigées. L'acquéreur souhaitera en effet se prémunir contre la survenance d'événements susceptibles d'affecter les activités (et, partant, la valeur économique) du périmètre cédé ainsi que s'assurer de la bonne continuité de son exploitation, au besoin avec la coopération du vendeur. Ce dernier, au contraire, souhaitera limiter son exposition financière post-*closing* et, dans l'hypothèse où l'absence de violation des déclarations et garanties et/ou de certaines obligations pré-*closing* constituerait une condition du *closing* (*Condition Precedent* ou « *CP* »), s'assurer néanmoins d'un degré de certitude de l'opération satisfaisant (*deal certainty*) avant de s'engager contractuellement avec l'acquéreur.

Ainsi, nécessaire résultat d'un compromis entre les parties, il est fréquent qu'un certain nombre de *covenants* et de déclarations et garanties intègre des qualificatifs de matérialité (*materiality qualifiers*) de telle sorte, notamment, que seules les inexactitudes et violations significatives (dans leur ampleur même ou dans celle de leurs effets), puissent donner lieu à indemnisation de l'acquéreur par le vendeur. Tel est le cas, par exemple, des déclarations qui prévoient que la société-cible s'est conformée « en tous points importants à la réglementation applicable » en telle matière, ou de celle excluant les non-conformités qui ne seraient pas susceptibles d'avoir « un effet significativement défavorable » sur les activités de la société-cible.

Or, la pratique américaine du M & A, à l'initiative de certains acquéreurs, a progressivement introduit une clause dite « *materiality read-out* » (ou « *materiality scrape* ») au sein des contrats d'acquisition dont l'objet est de neutraliser (*disregard*) les qualificatifs de matérialité attachés, selon le cas, à certaines obligations et/ou aux déclarations et garanties du vendeur (A). Cette stipulation, qui peut surprendre au premier abord (pourquoi un vendeur accepterait-il ainsi de renoncer à des qualificatifs dont l'objet est de limiter le champ de ses obligations contractuelles ? Le vendeur conserverait-il d'ailleurs un intérêt à les négocier en pareille hypothèse ?), trouve, à y regarder plus attentivement, un certain nombre de justifications, lesquelles seront toutefois inégalement accueillies suivant que l'on se place côté vendeur ou côté acquéreur, d'où la nécessité d'imaginer de possibles compromis, au regard, notamment, de l'articulation de cette clause avec les autres stipulations du contrat (B).

#### A. - Effet et étendue de la clause de *materiality read-out*

À titre d'exemple, nous reproduisons ci-dessous un exemple de déclaration du vendeur contenant un qualificatif de matérialité (*materiality qualifier*) :

« *The Target Group Companies are in compliance in all material respects with Environmental Laws and no material breach or event of default is outstanding in respect of any Environmental Laws.* »

La clause de *materiality read-out* a pour objet et pour effet de faire abstraction de ces qualificatifs de matérialité (dans notre exemple, les termes « *material* » et « *in all material respects* ») lesquels sont attachés, le plus souvent, aux déclarations et garanties consenties par le vendeur aux termes du contrat d'acquisition. Plus rarement, la clause de *materiality read-out* pourra également s'appliquer à l'ensemble des obligations (*covenants*) pré-*closing* du vendeur au titre du contrat. Pour les besoins de la présente étude, notre analyse se concentrera sur les clauses de *materiality read-out* visant à neutraliser les *materiality qualifiers* affectant les déclarations et garanties du vendeur et non l'ensemble de ses *covenants* au titre du contrat.

En pratique, l'insertion d'une clause de *materiality scrape* entraîne des effets très différents selon qu'elle a vocation à déterminer (1°) la seule étendue du préjudice indemnisable en cas de violation d'une déclaration ou garantie ou, également, (2°) l'existence même d'une violation d'une déclaration ou garantie. La clause de *materiality scrape* peut même avoir des effets bien au-delà dans l'hypothèse où son champ d'application ne se limiterait pas aux seules sections du contrat d'acquisition relatives aux mécanismes de garantie mais serait, au contraire, étendu en toutes occasions (*for all purposes*) au titre du contrat (3°).

Ainsi, la clause de *materiality scrape*, selon les effets qui lui seront attachés et les autres clauses contractuelles avec lesquelles elle coexistera, induira des conséquences très différentes, lesquelles devront être appréhendées avec une très grande vigilance par le vendeur et ses conseils.

### 1° « Single » Materiality Scrape

À titre illustratif, une telle clause peut être rédigée de la manière suivante :

« **For the sole purpose of determining the amount of any Losses in connection with a breach of any representation or warranty pursuant to Clause [X], the Parties agree that any qualifications as to materiality, Material Adverse Effect or similar materiality-based qualifiers in any such representation or warranty shall be disregarded.** »

On parle ici de « *single* » *materiality scrape* car l'abstraction faite des qualificatifs de matérialité ne s'applique qu'à l'occasion du calcul du montant du préjudice subi par l'acquéreur en cas de violation, et non à l'occasion de la détermination de la violation (ou non) de la déclaration en question (laquelle reste qualifiée par les *materiality qualifiers* correspondants).

Ainsi, si l'on reprend notre exemple initial, et en application de la clause de *materiality scrape* telle que ci-dessus rédigée, dès lors qu'une violation substantielle (*material*) des « *Environmental Laws* » sera établie, le vendeur sera tenu d'indemniser l'acquéreur ou la société-cible du préjudice (*loss*) subi dans sa totalité (sous réserve de l'application des éventuelles autres limitations prévues au contrat) et non pour sa seule composante au-delà d'un seuil considéré comme substantiel.

Le « *single* » *materiality scrape* constitue probablement le type de *read-out* le plus facile à appréhender et à négocier entre les parties. En effet, il semble relever de la précision de langage « en tant que de besoin » car on ne doute pas que même en l'absence d'une telle clause, les acquéreurs avancent que les *materiality qualifiers* figurant dans les déclarations et garanties n'ont d'effet qu'à l'égard de la caractérisation de la violation (ou non) de la déclaration et garantie en question et non sur le montant du préjudice indemnisable, et demandent, une fois la violation caractérisée, réparation pour l'intégralité du préjudice subi.

### 2° « Double » Materiality Scrape

La clause de *materiality scrape* a alors non seulement pour effet d'éviter les qualificatifs de matérialité pour les besoins du calcul du montant indemnisable mais également, en amont, pour les besoins de la détermination de l'existence (ou non) d'une inexactitude d'une déclaration ou garantie. Une telle clause peut être rédigée de la manière suivante :

« **Any qualifications as to materiality, Material Adverse Effect or similar materiality-based qualifiers shall be disregarded (i) for the purpose of determining whether there has been any breach of any representation or warranty pursuant to Clause [X] and (ii) for the purpose of determining the amount of any Losses in connection thereto.** »

Ainsi, si l'on reprend notre exemple initial, une déclaration rédigée de la manière suivante :

« **The Target Group Companies are in compliance in all material respects with Environmental Laws and no material breach or event of default is outstanding in respect of any Environmental Laws.** »

devra, en application de la clause de *materiality read-out* visée ci-dessus, se lire comme suit :

« **The Target Group Companies are in compliance with Environmental Laws and no breach or event of default is outstanding in respect of any Environmental Laws.** »

La clause de « *double* » *materiality scrape* ne relève assurément plus de la simple précision de langage et devra être appréhendée dans le cadre plus large de la négociation des autres termes du contrat. Le vendeur sera en effet plus enclin à accepter un « *double* » *materiality scrape* s'il bénéficie par ailleurs d'un package favorable de limitations (*de minimis*, franchise, etc.) à ses obligations d'indemnisation, un tel package pouvant notamment être obtenu dans le cadre de la souscription par l'acquéreur d'une assurance « déclarations et garanties » auprès d'un tiers.

### 3° Clause de materiality scrape générale

Enfin, dans le cadre des négociations, l'acquéreur pourra tenter d'insérer une clause de *materiality scrape* en des termes très généraux, ne limitant pas son champ d'application aux seuls mécanismes d'indemnisation mais prévoyant, au contraire, que les qualificatifs de matérialité seront neutralisés en toutes occasions (*for all purposes*) au titre du contrat. Un exemple d'une telle clause figure ci-dessous :

« **Any qualifications as to materiality, Material Adverse Effect or similar materiality-based qualifiers shall be disregarded (i) for the purpose of determining whether there has been any breach of any representation or warranty of the Seller for all purposes under this Agreement and (ii) for the purpose of determining the amount of any Losses in connection thereto.** »

Une telle clause doit être appréhendée avec une vigilance particulière compte tenu de ses éventuelles conséquences sur l'exécution du contrat, et notamment la certitude du *closing*.

En effet, il est relativement fréquent que l'acquéreur souhaite faire de l'exactitude des déclarations et garanties au *closing* (*bring-down*) une condition suspensive (*CP*) à la réalisation de l'opération.

Le vendeur pourra être amené, notamment si le rapport de force est favorable à l'acquéreur, à accepter une telle condition préalable mais il s'assurera alors que cette condition intègre un qualificatif de matérialité, et ce afin de conférer à l'opération un degré de certitude acceptable. Une telle condition préalable pourra, par exemple, être rédigée comme suit :

« **Closing shall be subject to [...] the representations and warranties of the Seller set forth in Clause [X] being true and correct in all material respects as of the date hereof and as of the Completion Date.** »

Or, dans ce cas, l'application de la clause de *materiality scrape* générale aboutirait à la condition préalable suivante :

« **Closing shall be subject to [...] the representations and warranties of the Seller set forth in Clause [X] being true and correct in all respects as of the date hereof and as of the Completion Date.** »

Dans une telle hypothèse, on comprend aisément que la clause de *materiality scrape* « générale » étend considérablement les possibilités de « sortie » de l'acquéreur (*walk-away*). En effet d'une part, certaines déclarations et garanties seront peut-être d'ores et déjà inexactes lors de la signature du contrat (*signing*) compte tenu de l'application du *materiality scrape* (inexactitudes dont le vendeur pourra accepter de supporter les risques au regard des mécanismes d'indemnisation post-*closing* mais certainement pas au regard de la « porte de sortie » qu'elles offrent à l'acquéreur). D'autre part, il est plus que probable que des événements non-significatifs viendront affecter l'activité du périmètre cédé entre *signing* et *closing* (c'est le propre de toute activité économique), lesquels pourront néanmoins être de nature à rendre les déclarations et garanties inexactes au *closing* dans l'hypothèse où il serait fait abstraction des qualificatifs de matérialité. Ici, l'effet cumulé du *bring-down* des déclarations et garanties et du *materiality*

*read-out* général fera peser, dans l'hypothèse où le vendeur ne pourrait procéder à des divulgations (*disclosure*) additionnelles entre *signing* et *closing*, un risque très significatif sur la certitude de l'opération (*deal certainty*), certitude à laquelle les vendeurs sont habituellement très attentifs.

Dans ce contexte, une rédaction aussi large de la clause de *materiality read-out* devra, sauf à en mesurer et en accepter toutes les conséquences éventuelles, être refusée par le vendeur qui pourra alors, soit supprimer la clause dans son intégralité, soit proposer de revenir à un *materiality read-out* plus classique (c'est-à-dire, ne s'appliquant pas à l'ensemble du contrat mais aux seuls mécanismes d'indemnisation).

## B. - Négociation de la clause de *materiality read-out* et positions de compromis

La clause de *materiality scrape* (et plus particulièrement les « double » *materiality scrape*) s'appuie sur un argumentaire développé avec de plus en plus de succès par les acquéreurs, en particulier aux États-Unis, lequel argumentaire se base, principalement, sur l'économie contractuelle globale du contrat d'acquisition et de ses mécanismes d'indemnisation.

### 1° Origine et arguments en faveur du *materiality scrape*

Le contrat d'acquisition organise les conditions de l'indemnisation par le vendeur des préjudices subis par l'acquéreur (ou le périmètre cédé) à raison, notamment, des inexactitudes des déclarations et garanties consenties par le vendeur et, en particulier, les modalités de calcul et les limitations applicables à cette indemnisation. Parmi ces dernières, il est habituel de trouver des conditions consistant en un seuil individuel devant être atteint pour qu'un préjudice soit indemnisable (stipulation dite « *de minimis* » ou « *mini basket* »), et/ou en un seuil global de déclenchement (*basket*) ou une franchise (*deductible*), en dessous desquels l'obligation d'indemnisation du vendeur ne se déclenche pas, ces différents seuils de déclenchement ayant pour finalité de limiter les demandes d'indemnisation de l'acquéreur à des préjudices substantiels et/ou multiples.

C'est dans ce contexte que certains acquéreurs soutiennent désormais avec un certain succès, dans le cadre de leurs négociations contractuelles, que les éléments de matérialité (*materiality qualifiers*) venant qualifier les déclarations et garanties du vendeur aboutissent en réalité à un double ou triple « matelas de sécurité » au bénéfice des vendeurs lorsque ces *materiality qualifiers* sont combinés à un *de minimis* et/ou à un seuil de déclenchement (ou franchise).

En effet, dans un tel schéma, pour qu'un préjudice soit indemnisable, et en reprenant notre exemple initial (« *The Target Group Companies are in compliance in all material respects with Environmental Laws and no material breach or event of default is outstanding in respect of any Environmental Laws* »), les acquéreurs avancent que plusieurs filtres successifs et cumulatifs trouvent à s'appliquer avant qu'ils ne puissent prétendre à une quelconque indemnisation, à savoir :

- dans un premier temps, l'acquéreur doit établir que le préjudice résulte de l'inexactitude de la déclaration en appliquant les qualificatifs de matérialité qui y sont stipulés, à savoir l'existence d'une violation substantielle (« *material breach* »), ce qui a pour effet d'écartier toutes les violations non-substantielles ;

- puis, dans un deuxième temps, et pour autant que la condition visée ci-dessus soit satisfaite, l'acquéreur doit démontrer que le montant du préjudice excède le *de minimis* prévu au contrat ;

- et, enfin, l'acquéreur doit démontrer que ce préjudice, cumulé avec l'ensemble des autres préjudices antérieurs dont le montant est supérieur au *de minimis* excède le montant du seuil de déclenchement ou de la franchise, selon le cas.

Ainsi, le principal argument avancé par les acquéreurs à l'appui des clauses de *materiality read-out* est donc de se prévaloir de ce que ces « filtres » sont redondants en ce qu'ils

poursuivent en réalité tous la même finalité (écarter les demandes d'indemnisation portant sur des éléments non-substantiels) et que, fort de ce constat, le vendeur ne devrait pas pouvoir bénéficier de la double ou triple protection (concepts de « *double materiality* » ou « *triple materiality* ») que constituent, d'une part, les *materiality qualifiers* figurant dans les déclarations et garanties elles-mêmes et, d'autre part, l'application du *de minimis* et/ou du seuil de déclenchement/franchise.

Le droit à indemnisation d'un préjudice et la détermination de son caractère substantiel ou non devrait alors plutôt s'apprécier par l'application de stipulations objectives limitant l'exposition financière du vendeur (*monetary limits*), à savoir l'application du *de minimis* et du seuil de déclenchement/franchise. Les acquéreurs ne manqueront en effet pas de soutenir que les *materiality qualifiers*, trop subjectifs, sont de nature à entraîner des divergences d'interprétation (et donc des discussions plus ou moins contentieuses) entre les parties sur le caractère substantiel ou non de tel ou tel élément, alors qu'à l'inverse le *de minimis* et le seuil de déclenchement/franchise, qui permettent d'atteindre la même finalité, auraient au surplus le mérite d'objectiver ce que les parties considèrent comme « substantiel » et, partant, ce qui devrait pouvoir donner lieu à indemnisation.

Dans cette approche, la clause de *materiality scrape* permettrait ainsi de faciliter la négociation des déclarations et garanties tout en assurant une allocation plus claire des risques entre le vendeur et l'acquéreur, les mérites d'une telle clarté trouvant d'ailleurs un écho tout particulier en cas de mise en place d'une police d'assurance déclarations et garanties.

### 2° Contre-arguments et possibles positions de compromis

À l'argument de la « *double materiality* » ou « *triple materiality* », le vendeur pourra répondre que si leur finalité est comparable, les qualificatifs de matérialité et les mécanismes de limitation des montants indemnisables (*de minimis*, seuils de déclenchement ou franchise) sont des sujets bien distincts qui doivent être traités comme tels. Dans le premier cas, on se situe en amont, dans la définition même par les parties du profil de risque du périmètre cédé. Dans le deuxième cas, on se place en aval, au niveau de la définition de ce qui est susceptible ou non d'être indemnisé compte tenu, en particulier, du prix convenu entre les parties ; étant d'ailleurs rappelé, à cette occasion, que le montant du préjudice indemnisable par le vendeur sera habituellement calculé après toute une série d'ajustements (impact fiscal du préjudice au niveau de l'acquéreur ou du périmètre cédé, prise en charge du préjudice par les polices d'assurance du périmètre cédé, etc.).

Cette distinction s'illustre également dans le fait que la définition d'un degré de matérialité constitue une composante essentielle à certaines déclarations et garanties, comme celles relatives à la définition des autorisations/licences (*material licences*) ou contrats significatifs (*material contracts*), ou celle relative à non-survenance d'événements significativement défavorables depuis la date de conclusion du contrat ou la date des derniers comptes (*no Material Adverse Effect*). Dans ce contexte, la clause de *materiality read-out* devra être calibrée, à tout le moins, de telle sorte qu'elle ne s'applique pas à de telles déclarations et garanties.

En réponse à l'argument relatif à l'objectivisation de ce que les parties considèrent comme substantiel que seule la définition de seuils financiers (*monetary limits*) permettrait d'atteindre, le vendeur pourra proposer de remplacer les *materiality qualifiers* figurant dans les déclarations et garanties par des seuils monétaires objectifs, lesdits seuils pouvant d'ailleurs être déterminés par référence au *de minimis* convenu entre les parties. Ainsi, si l'on reprend notre exemple initial, la déclaration pourrait être rédigée de la manière suivante :

« *The Target Group Companies are in compliance with Environmental Laws other than any such non-compliance*

*which would not be reasonably expected to result in indemnifiable Losses in excess of EUR [●]. »*

Toutefois, et sauf à s'accorder sur un seuil unique comme le *de minimis*, les parties éprouvent souvent les plus grandes difficultés pratiques à convenir de tels seuils en raison de la multiplicité des déclarations et garanties consenties et de la complexité à qualifier l'impact des éventuelles violations de ces déclarations en termes chiffrés, tant en ce qui concerne la définition du montant qu'en ce qui concerne la caractérisation de ce à quoi ledit montant devra s'appliquer. Ainsi, par exemple, la non-conformité d'une usine au droit de l'environnement peut avoir un impact financier immédiat (coûts de mises en conformité notamment), mais peut également avoir un impact au-delà de ces seuls coûts, lequel sera lié, par exemple, à la fermeture de tout ou partie de l'usine jusqu'à la finalisation des travaux de mise en conformité.

Un autre contre-argument à la disposition du vendeur pour rejeter la clause de *materiality read-out* pourra tenir au timing de l'opération de M & A considérée, notamment, en cas de processus de cession concurrentiel à l'occasion duquel des négociations du contrat d'acquisition pourraient être menées simultanément avec plusieurs acquéreurs potentiels. En effet, dans l'hypothèse où l'intégralité des informations communiquées à l'acquéreur dans le cadre des opérations de *due diligence* ne constitueraient pas des informations (*disclosures*) exonératoires pour les besoins des déclarations et garanties et où le vendeur sera tenu, par conséquent, de procéder à l'exercice fastidieux de divulguer à l'acquéreur, sous forme d'annexes au contrat d'acquisition ou de *disclosure letter*, tous les éléments susceptibles de constituer des violations des déclarations ou garanties, le vendeur pourra avancer que la clause de *materiality read-out* imposera un effort documentaire supplémentaire très significatif (*disclosure burden*) à

l'origine d'une surcharge de travail conséquente tant pour lui-même que pour les équipes du périmètre cédé, ce qui ne manquera pas de réduire considérablement l'attractivité de l'offre de l'acquéreur potentiel concerné.

Dans l'hypothèse où le vendeur devrait finalement accepter l'insertion d'un *materiality scrape*, celui-ci devra alors être d'autant plus attentif à l'occasion de la négociation des *de minimis* et autres seuils de déclenchement ou franchise, et ce afin de définir de manière précise l'étendue de son exposition financière dans le cadre des déclarations et garanties qu'il aura consenties, laquelle exposition devra, bien entendu, être appréhendée à la lumière des discussions concernant le prix d'acquisition. Le vendeur devra également être vigilant à l'égard des éventuelles exclusions dont ces différents seuils pourraient faire l'objet : il est en effet courant que certaines déclarations ou indemnités spécifiques soient exclues de leur champ d'application, ce qui rendrait alors toute leur légitimité aux qualificatifs de matérialité.

Enfin, et comme nous l'avons rapidement évoqué, le vendeur devra apporter une attention toute particulière à la rédaction de la clause de *materiality read-out* et, notamment, à son champ d'application, lorsque la réalisation de la transaction sera subordonnée à l'absence de violation de certaines déclarations et garanties et/ou au respect par le vendeur de certains de ses engagements prévus au contrat.

Autant de points d'attention et de contre-arguments à garder à l'esprit en présence d'une clause dont il y a fort à parier qu'elle continuera à se développer dans les années qui viennent sous l'impulsion, souvent déterminante, de la pratique contractuelle anglo-saxonne.

**Mots-Clés :** M & A - Cession - Garanties - Clauses de *materiality read-out*