

« Le souscripteur de certificats représentatifs d'actions d'une société française, connus sous le nom d'*American Depositary Receipts* (ADR), peut-il être regardé comme l'actionnaire de cette dernière ? La question, qui suscite la curiosité de la doctrine depuis des années, a enfin été soumise à la chambre commerciale [Com., 26 nov. 2025, n° 24-15.626, FS-B]. »

La société française Alcatel Lucent, dont les actions sont négociées sur le marché réglementé Euronext Paris, se finance depuis plusieurs années sur le marché américain grâce à des ADR émis par la banque JP Morgan.

La vertu des ADR est de permettre à une société étrangère d'avoir accès aux investisseurs américains, sans faire « coter » ses actions aux Etats-Unis.

Le schéma de base (qui peut être appliqué à des titres de créances) est le suivant :

- La société émettrice des actions « dépose » des titres auprès d'une banque américaine, le *depository* ;
- Cette dernière émet ensuite des certificats libellés en dollars, représentatifs de ces titres de capital, négociables, par exemple, sur le **New-York Stock Exchange** (NYSE) ;
- Les souscripteurs de ces ADR vont ensuite bénéficier indirectement, par l'intermédiaire de la banque, de toutes les « utilités » économiques et juridiques de ces actions, dont les certificats sont le « reflet » : rétrocession des dividendes, possibilité de donner des consignes de vote...

La société française ayant initié une augmentation de capital, une société américaine ABC, détentrice d'ADR, a cherché à y souscrire en faisant valoir « son » droit préférentiel de souscription (DPS). Sa requête ayant été déclinée, elle a intenté une action en responsabilité civile à l'encontre de la société émettrice, sans succès (CA Paris, 12 mars 2024, n° 20/06600). Reprochant à la cour d'appel une violation de la loi, le pourvoi prétendait que la qualité d'actionnaire pour l'attribution du DPS devait être reconnue à la personne qui, en vertu du contenu du contrat liant l'émettrice et la banque « dépositaire », détenait les attributs et les prérogatives d'un actionnaire en droit français.

La Cour de cassation refusa d'accueillir l'argument. Elle régla en premier lieu la question préalable du droit applicable et énonça qu'il résulte des articles 1837 du code civil et L. 210-3 du code de commerce que la loi nationale de la société détermine, quel que soit le pays où les titres sont détenus, les conditions dans lesquelles s'acquiert, se conserve et se perd la qualité d'actionnaire de cette société. La solution est classique (Civ. 1^{ère}, 17 oct. 1972, n° 70-13.817) : c'est donc sur le terrain de la *lex societatis* de la société émettrice des actions, en l'occurrence le droit français, que le problème devait être tranché.

Sur le fond, la Cour procéda d'abord à deux rappels. D'une part, il résulte de l'article L. 228-1 du code de commerce que la qualité d'actionnaire est attribuée au propriétaire de l'action. D'autre part, et suivant l'article L. 225-132 de ce code, le DPS, attaché aux actions, n'appartient qu'aux actionnaires. Elle en déduit que le détenteur d'ADR, qui n'a souscrit qu'à ces seuls titres de créances émis par le « dépositaire », n'est titulaire de droits qu'à l'encontre de ce dernier, si bien qu'il ne peut pas revendiquer la qualité d'actionnaire pour exercer le DPS attaché aux actions représentées.

Consécration du critère de la propriété juridique des actions



La publication de l'arrêt s'explique par le fait que le statut du détenteur d'ADR est incertain. Les textes n'appréhendent en effet que l'instrument en tant que tel. Le « **certificat représentatif** » est ainsi défini par la directive « MiFID 2 » comme une valeur mobilière, et plus précisément « *un titre, négociable sur le marché des capitaux, qui matérialise la propriété de titres d'un émetteur étranger, est admissible à la négociation sur un marché réglementé et peut se négocier indépendamment des titres de cet émetteur* » (art. 4, 1., 45) (V. aussi : C. mon. fin., L. 420-8, II, 1^o).

La Cour de cassation a choisi d'adopter une lecture purement juridique, que l'on pourrait aussi qualifier d'abstraite, car fondée sur la seule propriété des actions. Refusant de prendre en considération la globalité du montage, elle « détache » ainsi l'ADR de son sous-jacent représenté par les actions, lesquelles sont, en effet, la propriété de la seule banque interposée.

Cette position est conforme à la conception largement dominante en droit français, voyant dans l'associé le seul propriétaire des **titres de capital**. Dans les sociétés par actions, il s'agit donc de la personne inscrite en compte (ou dans un registre d'enregistrement électronique partagé) (C. com., art. L. 228-1). Ce critère est fréquemment mobilisé par les textes (V. par ex. : C. com., art. R. 225-86 : dans les SA, aux fins d'accès aux assemblées générales, il doit être justifié de la qualité d'actionnaire par l'inscription en compte). Mais aussi par la jurisprudence (V. par ex. : Cass. com., 24 janv. 1989,

n° 87-14.997, recourant au critère de la propriété des parts pour identifier l'attributaire de dividendes). C'est encore le critère de la propriété des titres qui a conduit à reconnaître la qualité d'associé au seul nu-propriétaire de droits sociaux (Civ. 3^{ème}, 16 févr. 2022, 20-15.164).

Le principal mérite de la solution est de garantir la sécurité juridique, le critère étant d'un maniement très simple. Elle permet aussi de mieux distinguer le mécanisme des ADR, des cas où un intermédiaire se fait ouvrir un compte-titres au sein d'une société française au nom et pour le compte d'un actionnaire non-résident (C. com., art. L. 228-1, al. 7 et 8). L'on songe aussi au **nominee** de droit anglo-saxon, le plus souvent un établissement de crédit, acquérant des titres en son nom propre, mais pour le compte de l'investisseur, ce dernier étant considéré comme actionnaire.

Observons que l'arrêt n'interdit nullement (il l'envisage même explicitement) la mise en place de passerelles entre les deux statuts. Les stipulations offrant à l'investisseur l'opportunité de convertir ses certificats en actions auprès de la banque « dépositaire » n'ont rien d'illicite.

Rejet de l'idée de « propriété économique » des actions ▼

La solution manque néanmoins de réalisme, car elle occulte l'économie du montage. Le recours aux standards du droit des biens a ses limites. Songeons au déconcertant statut de l'**usufruitier** de droits sociaux, ce « non-associé » ayant le droit de participer aux assemblées, de voter et de percevoir les dividendes (C. civ., 1844 al. 3 ; C. com., art. L. 225-110)... Raisonner en termes de droit des obligations ne serait-il pas plus pertinent ? Il n'y aurait rien de choquant à considérer comme associée toute personne pouvant être regardée comme partie au contrat de société, parce que disposant de prérogatives sociales directement opposables à la personne morale. L'on a pu proposer de qualifier d'associées les personnes ayant vocation aux résultats, celles assumant l'aléa social, ou encore motivées par l'*affectio societatis*. D'aucuns ont évoqué une « possession d'état » d'associé, et d'autres ont préconisé de faire appel à la **théorie de l'apparence**. Ces différentes approches, plus pragmatiques et pouvant se combiner, permettraient certainement de mieux rendre compte de la réalité des rapports économiques et juridiques en cause.

De fait, de nombreux détenteurs d'ADR « se vivent » comme des actionnaires. Ils perçoivent systématiquement, par le truchement du *depository*, les dividendes, et ont toujours, par cet intermédiaire, leur mot à dire lors des assemblées, sous forme de consultation, voire d'instructions de vote, plus ou moins contraignantes (qui ne peuvent néanmoins pas priver totalement la banque de sa liberté de voter dans les assemblées de l'émettrice : Com., 10 juin 1960). Au fond, ne disposent-ils pas de la *propriété économique* des actions ?

Reconnaissons cependant que cette façon d'appréhender le problème ouvrirait la porte à la casuistique, puisqu'il conviendrait de scruter, au cas par cas, les droits et obligations des parties. Or, les montages sont variés. Ainsi, l'on ne peut pas appréhender de la même façon les programmes « sponsorisés » par la société émettrice des actions, et ceux qui ne le sont pas.

La qualité de tiers de l'« actionnaire indirect » ▼

N'ayant de rapport de droit qu'avec la banque actionnaire, le détenteur d'ADR ne peut donc que s'en remettre au contrat qui les lie. En pratique, l'éventuelle augmentation de capital est souvent envisagée, la banque pouvant s'engager à céder les actions souscrites et à en reverser le produit au porteur d'ADR. Mais les implications sont plus importantes. L'investisseur se trouve en effet privé de toutes les prérogatives et actions attitrées bénéficiant aux seuls actionnaires (*action ut singuli, expertise de gestion...*). Et, tiers à la société, toute action en responsabilité à l'encontre des dirigeants de la société émettrice supposera la démonstration d'une faute séparable de leurs fonctions (Com., 20 mai 2003, n° 99-17.092).

La décision peut enfin être comprise comme confirmant, plus largement, la centralité du critère de la propriété juridique des titres dans toutes les formes d'« actionnariat indirect ». L'on pense à l'investissement réalisé par le truchement d'un **trustee**, ou au placement collectif ayant pour véhicule une **SICAV** (C. mon. fin., art. L. 214-7) : les deux organismes étant seuls propriétaires des actions, le statut d'actionnaire leur est réservé, les investisseurs étant tiers à la société émettrice. Le cas des fonds communs de placement (FCP) est peut-être plus délicat à appréhender. L'on sait que les titres composant la copropriété gérée par le FCP peuvent valablement être inscrits en compte au nom du fonds lui-même (C. mon. fin., art. L. 211-4 al. 3). Pour autant, et en toute rigueur, il ne peut pas être regardé comme proportionnaire des actions, à défaut de disposer de la personnalité juridique (C. mon. fin., art. L. 214-8).

AKRAM EL MEJRI
Maître de conférences à
l'Université Paris Nanterre

