

Pourquoi existe-t-il encore des titres au porteur ?

Marie-Anne FRISON-ROCHE (*)

Professeur, Université d'Angers.

Michel JOCKEY (*)

Associé Rambaud-Martel.

	N ^{os}		N ^{os}
Introduction	1 à 5	2 ^o Les progrès de l'informatique et la possibilité de prouver les titres au nominatif	18 et 19
I. — L’AFFIRMATION DE PRINCIPE DE LA SUPPRESSION DES TITRES AU PORTEUR	6 à 19	II. — LA MULTIPLICATION DE FAIT DES TITRES AU PORTEUR	20 à 38
A. — Les causalités historiques	7 à 14	A. — Les exigences techniques et financières	21 à 26
1 ^o Les mobiles fiscaux de la suppression des titres au porteur	8 à 10	1 ^o Les inconvénients des cessions de titres nominatifs	22 et 23
2 ^o Le lien entre suppression des titres au porteur et dématérialisation des valeurs mobilières	11 à 14	2 ^o Les avantages de l'anonymat	24 à 26
B. — La condition technique du progrès informatique	15 à 19	B. — Les titres au porteur au regard des principes juridiques généraux ...	27 à 38
1 ^o Les progrès de l'informatique et la possibilité de la mise au nominatif .	16 et 17	1 ^o Titre au porteur et affectio societatis	28 et 29
		2 ^o Titre au porteur et transparence du marché financier	30 à 36
		3 ^o Titre au porteur et droits des tiers	37 et 38
		Conclusion	39 à 41

1. — On a pu être tenté de présenter la dématérialisation des valeurs mobilières comme un ajustement technique, opéré grâce au progrès de l'informatique pour satisfaire l'exigence de fluidité du marché. Réforme mineure, réforme de techniciens, réforme de financiers. Avec le recul d'une dizaine d'années, on perçoit aujourd'hui les bouleversements que cette transformation d'un titre-papier en inscription de compte a opérés (1).

(*) Nous tenons à exprimer nos remerciements à M^e Eric Bernard qui nous a prêté son concours et à MM. Jean-Pierre Mattout et Bernard Portnoi qui ont bien voulu discuter avec nous du contenu de cet article, lequel en a grandement bénéficié.

(1) V., notamment, F. Le Calvez, *Forme des valeurs mobilières (nouveau régime)* : J.-Cl. *Sociétés Traité*, fasc. 112-20 ; H. Causse, *Les titres négociables*, préf. B. Teyssié, coll. *Bibl. de droit de l'entreprise*, 1993, spéc. n^o 649 s., p. 320 s. ; du même auteur, *Principe, nature, logique de la « dématérialisation »* : JCP 1992, éd. E, I, 194 ; J. Foyer, *La dématérialisation des valeurs mobilières en France*, *Mélanges G. Flattet, Lausanne*, 1985, p. 21 s. ; Y. Guyon, *Les aspects juridiques de la dématérialisation des valeurs mobilières* : *Rev. sociétés* 1984, p. 451 s. ; J. Honorat, *L'inscription en compte des valeurs mobilières françaises* : *Deffrénois* 1985, art. 33470, 33598 et 1986, art. 33672 ; D. Lepeltier, *Dématérialisation : inscription en compte et circulation des titres non admis en SICOVAM* : JCP 1984, éd. N, prat. 9131 et éd. E, II, 14275 ; Ph. Migeot, *La dématérialisation des valeurs mobilières françaises* : *Banque* 1984, n^o 441, p. 827 s. ; M. Perrier, *La dématérialisation des valeurs mobilières* : *RF compt.* 1984, n^o 146, p. 195 s. ; A. Raynal, *La dématérialisation des valeurs mobi-*

lières : *Petites affiches* 11 juill. 1984, n^o 83 ; R. Roblot, *La dématérialisation des valeurs mobilières* : *ANSA* 1984, n^o 185.
(2) A. Viandier, *La notion d'associé*, préf. F. Terré, *LGDJ*, 1978.
(3) V. H. Causse, affirmant que la dématérialisation « renie la théorie de l'incorporation » (*Les titres négociables*, préc., n^o 656, p. 326) et concluant par ailleurs qu'il faut revenir à la qualification de l'action comme droit de créance (*Principe, nature, logique de la « dématérialisation »*, préc., n^o 20).

porter le droit et le rendre ainsi apte à être approprié (4). La possibilité récemment offerte par la loi de procéder à la saisie du droit d'associé le postule d'ailleurs. On a pu enfin concevoir d'une façon générale l'idée d'une propriété de droit personnel (5). Toujours est-il que cette question de base a retrouvé aujourd'hui son incertitude du fait de la dématérialisation.

3. — En second lieu, une déperdition analogue se mesure concernant le régime juridique des titres. En effet, si la propriété reste concevable, la possession ne l'est plus, faute de *corpus*. Ainsi, l'article 2279 du Code civil devient inapplicable. Certes, l'inscription en compte peut pallier l'absence de cette règle dans sa fonction probatoire (6), mais aucun mécanisme ne supplée l'absence de sa fonction acquisitive.

4. — Enfin, la dématérialisation a fait passer les valeurs mobilières de la catégorie non seulement juridique mais conceptuelle du corporel à celle de l'incorporel. Or, le droit est très malhabile à penser, classer et manier l'incorporel, comme le montrent notamment les difficultés liées au droit intellectuel (7). Ainsi la maniabilité concrète des titres grâce à leur dématérialisation est hélas accompagnée d'une difficulté nouvelle à les manier juridiquement. Il en est notamment ainsi de la question épineuse de la qualification juridique correspondant à la conservation des titres dématérialisés par les teneurs de compte. Par exemple, la qualification de dépôt est-elle encore adéquate ? (8).

5. — Un exemple concret de cette difficulté essentielle est donné par les titres au porteur. Depuis l'ouvrage de référence de Wahl (9), les titres au porteur n'ont guère attiré l'attention ni justifié de curiosité particulière (10). On en viendrait d'ailleurs à penser à première vue que le sujet n'existe même plus, depuis que le principe de mise au nominatif des titres est venu épauler l'entreprise de leur dématérialisation. Pourtant, en pratique, on observe la place majeure que les titres au porteur occupent sur les marchés financiers, ce qui n'est pas sans poser des difficultés de technique juridique actuellement difficiles à surmonter. C'est pourquoi il convient de revenir plus précisément sur l'affirmation de principe de la suppression des titres au porteur (I) afin de mesurer l'ampleur et la portée de leur multiplication en pratique (II), tentant ainsi de répondre à la question de savoir pourquoi il existe encore des titres au porteur.

I. — L'AFFIRMATION DE PRINCIPE DE LA SUPPRESSION DES TITRES AU PORTEUR

6. — La réforme opérée par la loi de finances n° 81-1160 du 30 décembre 1981 a posé le principe de la mise au nominatif des titres et la suppression corrélative des titres au porteur, mais laquelle supporte exception au profit des sociétés présentes sur les marchés financiers. Cette radicalité apparente ne peut être comprise qu'en se référant aux causes historiques de cette réforme (A), laquelle n'a été techniquement possible que grâce au progrès de l'outil informatique (B).

(4) J. Hémar, F. Terré et P. Mabilat, *Sociétés commerciales*, Sirey 1978, t. 3, p. 16, n° 23.

(5) S. Ginossar, *Droit réel, propriété et créance, élaboration d'un système rationnel des droits patrimoniaux*, LGDJ, 1960.

(6) CA Paris, 25 oct. 1991 : *Dr. sociétés*, mars 1992, comm. 63, obs. H. Le Nabasque.

(7) F. Terré et Ph. Simler, *Les biens*, Précis Dalloz, 4^e éd., 1992, n° 35, p. 29.

(8) Sur le renouvellement de cette question qui mérite des développements en tant que telle, V., notamment, D. Beaumont, *Conservation de titres : la quadrature du cercle : Marchés et techniques financières*, déc. 1993, n° 56, p. 64 s. et T. corr. Paris, 26 janv. 1994, Tuffier, inédit.

(9) *Traité des titres au porteur*, 2 tomes, 1892.

(10) Ils restent cependant étudiés en tant que tels dans les manuels et traités. V., par exemple, M. Cozian et A. Viandier, *Droit des sociétés*, 6^e éd., Litec, 1993, n° 914, p. 325 ; Didier, *Droit commercial. Le marché financier. Les groupes de sociétés*, t. 3, coll. *Thémis*, PUF, 1993, p. 58 s. ; Ripert et Roblot, 15^e éd. par M. Germain, *Traité de droit commercial*, t. 1, LGDJ, 1993, n° 1161 s., p. 874 s. ; Ph. Merle, *Droit commercial. Sociétés commerciales*, Précis Dalloz, 3^e éd., 1992, n° 269 s., p. 235 s.

A. — Les causalités historiques

7. — La décision de supprimer en principe les titres au porteur est liée essentiellement à des mobiles fiscaux de connaissance des patrimoines (1°) et à la corrélation étroite existant entre l'entreprise de dématérialisation et la suppression des titres au porteur (2°).

1° Les mobiles fiscaux de la suppression des titres au porteur.

8. — S'il est vrai que la dématérialisation, dans son principe, a été mise en place pour des raisons techniques, tenant notamment au dynamisme souhaité de la place de Paris, la raison de la mise au nominatif était, quant à elle, purement et simplement, de permettre aisément l'inquisition fiscale, afin de faciliter la perception de l'impôt sur les grandes fortunes. L'atteste le titre du chapitre de la loi imposant la mise au nominatif : « *Mesures de lutte contre l'évasion ou la fraude fiscales* ». L'exposé des motifs est lui-même éclairant puisque l'on peut y lire : « Dans le cadre du contrôle des déclarations de l'impôt sur les grandes fortunes, l'enregistrement des actes donne toutes garanties de connaissance en matière immobilière ; il en va de même pour les valeurs mobilières cotées en bourse en raison de l'intervention des intermédiaires agréés. En revanche pour les titres non cotés il est nécessaire de prévoir un dispositif qui constitue l'objet du présent article » (11). La loi précitée du 30 décembre 1981 a ainsi exigé la transformation de tous les titres au porteur en titres nominatifs et posé l'interdiction pour les sociétés non cotées d'émettre désormais des titres au porteur. Ce régime est applicable depuis le 3 novembre 1984.

9. — On a pu remarquer que l'anonymat des titres au porteur était pourtant « plus apparent que réel » (12) puisque l'administration fiscale peut connaître le titulaire d'un titre au porteur qui se manifeste pour percevoir les dividendes. D'ailleurs, dès cette époque, une large majorité des titres au porteur était effectivement déposée chez des intermédiaires (13), lesquels n'auraient pu opposer un quelconque secret bancaire à une administration fiscale désireuse d'en savoir plus. Mais l'on peut supposer que le propriétaire qui recherche dans les titres au porteur non pas tant l'accroissement de sa fortune mais sa protection par l'anonymat, préférera renoncer à la perception des produits pour conserver le caractère secret du capital.

10. — Enfin, le débat n'était pas strictement technique mais animé d'une dimension irrationnelle et idéologique, propre à l'époque : il s'agissait symboliquement de contraindre les capitalistes cachés à rendre des comptes, dans un mélange de revanche et de vertu. Ainsi, le titre au porteur devenait proprement inconcevable.

2° Le lien entre suppression des titres au porteur et dématérialisation des valeurs mobilières.

11. — La dématérialisation des valeurs mobilières a eu un effet qu'on pourrait dire consubstantiel avec la suppression des titres au porteur et l'on a ainsi noté que « dématérialisation et nominativité ne sont qu'un seul et même phénomène » (14) et que la réforme « a été fatale aux titres au porteur » (15). En effet le titre au porteur se caractérisait par l'existence d'un support matériel. Il avait ainsi pour effet psychologique, mineur, de rassurer le petit porteur, et pour effet juridique, majeur, d'incorporer le droit dans le titre, de finir par confondre *instrumentum* et *negotium*, et d'assurer ainsi la sécurité

(11) Exposé des motifs du projet de la loi de finances pour 1982, p. 101.

(12) R. Roblot, *La dématérialisation des valeurs mobilières*, préc., n° 3, p. 11, note 7.

(13) Rapp. M. Pérouse, *La modernisation du marché des valeurs mobilières*, Doc. fr. 1981, p. 73 ; de Juglart et Ippolito, *Banque et bourse*, 1980, n° 16112.

(14) H. Causse, *Les titres négociables*, préc., n° 658, p. 327.

(15) M. Cozian et A. Viandier, préc., n° 914, p. 325.

juridique de la cession. La dématérialisation anéantit *ipso facto* le titre au porteur.

12. — Ce n'est donc que d'une façon mécanique que les titres entreraient dans la seule catégorie concevable restante : les titres nominatifs. L'inverse n'est d'ailleurs en toute hypothèse pas vrai puisque les sociétés pour lesquelles la mise au nominatif est impérieuse sont précisément les sociétés qui ne sont pas sur les marchés financiers et qui, à ce titre, n'ont pas recours à la gestion offerte par la SICOVAM, sauf exception, alors que la SICOVAM est l'instrument-clé de la dématérialisation (16). Cela ne tient bien sûr pas à une quelconque antinomie entre action nominative et gestion informatique mais au constat qu'en principe une société non cotée est une société de dimension modeste, dont les titres ne circulent guère, ce qui exclut donc l'intervention de la SICOVAM au regard de la finalité générale de sa mission qui est d'assurer la bonne circulation des valeurs mobilières. Cela ne remet donc pas en cause le lien à première vue naturel entre dématérialisation et mise au nominatif.

13. — Cependant le titre au porteur, s'il se matérialise dans un document, a aussi pour objet, et non seulement pour effet, d'être anonyme. Ainsi, on peut le définir comme un titre anonyme et matérialisé. C'est pourquoi la dématérialisation, si elle incite à la transformation des titres au porteur en titres nominatifs, ne l'implique pas d'une façon radicale car l'on peut encore concevoir des titres au porteur, parce qu'anonymes, bien que dématérialisés. On a d'ailleurs noté que cet anonymat inhérent aux titres au porteur était altéré par l'obligation de les déposer désormais chez un établissement intermédiaire (17).

14. — On peut simplement regretter la persistance pour les désigner de l'ancienne terminologie car il conviendrait aujourd'hui de parler de « titre anonyme » (18) et non plus de « titre au porteur », lequel évoquait les deux dimensions. Cela aurait été donner acte dans le vocabulaire même du bouleversement opéré par une dématérialisation rendue possible par le progrès informatique.

B. — La condition technique du progrès informatique

15. — Le progrès informatique n'est pas une cause de la mise au nominatif des titres dématérialisés car l'amélioration des techniques ne justifie pas des réformes juridiques : elle les rend simplement possibles. Ainsi le progrès informatique était une condition *sine qua non* de la dématérialisation (19) alliée à la mise au nominatif, en ce qu'il rend possible l'opération (1^o) et en ce qu'il pallie l'absence de preuve résultant de la disparition du titre-papier (2^o).

1^o Les progrès de l'informatique et la possibilité de la mise au nominatif.

16. — Les techniques juridiques sont profondément affectées par les progrès de l'informatique (20). Cette dernière facilite entre autres la standardisation des actes juridiques. Ce traitement en série permet de concevoir dans un même temps

une multitude d'actes semblables. Or, les cessions d'actions nominatives entraînent manuellement des opérations fort lentes et sources de multiples erreurs, qui persistent d'ailleurs au sein des sociétés non cotées (21).

17. — Ainsi, la cession des titres au porteur matérialisés avait le mérite d'être simple. Cette simplicité était un avantage grandissant en considération du volume des transactions sur un titre. En effet, les cessions d'actions nominatives des sociétés cotées donnaient lieu à des complications techniques préjudiciables à la bonne circulation des titres. Donc, l'informatisation a permis de pallier ces inconvénients et l'on a pu ainsi concevoir techniquement la généralisation en principe des actions nominatives. L'existence des suspens a permis pourtant de relativiser le constat de ce progrès.

2^o Les progrès de l'informatique et la possibilité de prouver les titres au nominatif.

18. — Le titre au porteur a pu être techniquement et par principe supprimé en ce que sa fonction probatoire du droit de son possesseur, par application de l'article 2279 du Code civil (22), était devenue moins impérieuse, grâce au progrès informatique (23). En effet, ce dernier concerne non seulement la puissance d'appréhension en ce qu'il permet de saisir une série d'actes, d'en conserver l'entière mémoire et de les manipuler massivement, mais aussi la fiabilité de cette saisie. Le droit jadis fort soupçonneux à l'égard de ce mode de preuve admet aujourd'hui, en s'appuyant sur le principe de liberté de la preuve commerciale ou sur la qualification de commencement de preuve par écrit (24), qu'une simple inscription en compte prouve, certes par une présomption simple (25), la propriété du cessionnaire (26). Ainsi le titre au porteur matérialisé, comme instrument privilégié de preuve du droit du titulaire, est devenu inutile.

19. — On mesure d'une façon générale que le titre au porteur aurait dû être entraîné dans le sillage de la dématérialisation et rapidement perdu corps et biens (27). On observe pourtant en pratique la multiplication des titres au porteur. Certes, ils ne se propagent qu'à travers les lieux sur lesquels ils sont autorisés, à savoir les marchés financiers. Mais le dynamisme du mécanisme conduit à un examen plus approfondi du phénomène.

II. — LA MULTIPLICATION DE FAIT DES TITRES AU PORTEUR

20. — La multiplication des titres au porteur, dont la licéité est acquise, a répondu à des exigences techniques et financières qui en accroissent la légitimité (A). Cela n'empêche pas qu'il est utile de mesurer la compatibilité de la technique des titres au porteur avec des principes juridiques solides, tels que la transparence des marchés financiers ou la protection des droits patrimoniaux des tiers (B).

A. — Les exigences techniques et financières

21. — L'utilisation massive des titres au porteur sur le marché financier se justifie négativement, par le jeu répulsif

(16) Règlement général de la SICOVAM, A. 23 mai 1984 : *JONC* 19 juin 1984 ; *JCP* 1984, éd. E, III, 55776 ; Mémento Lefebvre, Sociétés commerciales, 1993, n° 2497, p. 718 ; Dématérialisation des titres, *Dict. perm. Épargne et Produits Financiers*, feuillets 31 ; A.R., La SICOVAM et la réforme du régime des titres : *Petites affiches* 9 nov. 1983, n° 125.

(17) D. Lepeltier, Dématérialisation : inscription en compte et circulation des titres non admis en SICOVAM, préc. n° 6. — Sur la faiblesse du secret bancaire, V. *supra*, n° 9.

(18) Déjà suggéré par le Doyen R. Roblot, préc., n° 7, p. 17 ; V. aussi Ripert et Roblot, préc., n° 1161, p. 874, note 1. Repris par les auteurs ultérieurs, notamment H. Causse, Les titres négociables, préc., et M. Cozian et A. Viandier, préc., n° 914, p. 325 ; Ph. Merle, préc. n° 272, p. 237.

(19) P. Didier, préc., p. 57.

(20) V. d'une façon générale, Informatique et droit, L'hermine et la puce, Travaux de l'Institut F. K. Bull, *Masson*, 1992, et par exemple, P. Catala, L'informatique et l'évolution des modèles contractuels : *JCP* 1993, éd. G, I, 3687.

(21) D. Airault, M.-A. Frison-Roche, J. Revuz, L'efficacité des cessions d'actions nominatives à la société émettrice : *RD bancaire et bourse* 1993, p. 64 s.

(22) V. *supra* n° 3 et F. Le Calvez, préc., n° 17 et les réf. citées. — Pour une application jurisprudentielle, V. Cass. com., 18 août 1972 : *Quot. jur.* 6 mars 1973, p. 2. Cela justifiait notamment la pratique boursière antérieure consistant à convertir les titres nominatifs en titres au porteur lorsqu'il s'agissait de les céder (cf. P. Didier, préc., p. 60).

(23) V., d'une façon générale, H. Croze, Informatique, preuve et sécurité : *D.* 1987, *chron.* p. 165 s.

(24) Cass. com., 3 nov. 1983 : *Bull. Joly* 1984, p. 57, § 9. — CA Paris, 25^e ch. B, 13 juill. 1990 : *Bull. Joly* 1990, p. 944, § 298, note D. Lepeltier.

(25) Cass. com., 31 mars 1981 : *D.* 1981, *inf. rap.* p. 508. — 24 janv. 1989 : *Bull. civ.* IV, n° 39, p. 23.

(26) Cass. com., 24 nov. 1980 : *JCP* 1981, éd. N, II, p. 129.

(27) A. Raynal, préc., p. 21.

des inconvénients que présentaient les cessions de titres nominatifs (1°). Elle se justifie aussi positivement par les avantages de l'anonymat (2°).

1° Les inconvénients des cessions de titres nominatifs.

22. — En premier lieu, les cessions de titres nominatifs ont été fort longtemps complexes et onéreuses, nécessitant davantage de manipulations, et précisément la mise au porteur des titres en cours d'opération. Or, il est classique de rappeler que le droit commercial, et c'est là un trait distinctif de cette branche par rapport au droit civil, doit prendre en considération l'exigence de rapidité, simplicité et faible coût des échanges économiques commerciaux. La tradition manuelle des titres au porteur les satisfaisait d'ailleurs pleinement (28). Les reproches de lenteur et de cherté faits aux cessions des titres nominatifs ne sont donc pas périphériques, relevant de la simple intendance, mais essentiels au regard du droit des affaires.

23. — En second lieu, la complexité technique des cessions de titres nominatifs a entraîné un engorgement du marché. On sait qu'en 1987, plus de 5 millions de cessions de titres nominatifs étaient en attente d'une régularisation d'inscription. Non seulement ce dysfonctionnement est préjudiciable au marché mais il détruit directement l'utilité du titre nominatif, car ces suspens brouillent la perception que la société a de ses actionnaires, aussi sûrement que le feraient des titres au porteur. Ainsi en 1987, les sociétés ne pouvaient pas localiser de 3 à 8 % de leurs titres nominatifs.

2° Les avantages de l'anonymat.

24. — Par définition, le titre anonyme est plus simple que le titre nominatif, aujourd'hui tous deux dématérialisés, puisqu'il ne comprend plus les mentions concernant le titulaire, lesquelles caractérisent la seconde catégorie. En cela, il est un instrument plus léger, qui sera toujours plus adéquat à la fluidité du marché financier. En outre, l'anonymat doit être mis en corrélation avec la liberté individuelle. En effet, la surveillance et le contrôle auxquels tend le plus souvent la transparence sont susceptibles d'engendrer, par une déviance naturelle, une entrave à la liberté d'action du titulaire (29). C'est pourquoi se cacher est une sorte de réflexe et tout mécanisme opaque est à première vue bienvenu.

25. — Enfin, il convient de garder à l'esprit que notre droit des sociétés organise une structure sociale expressément qualifiée de « société anonyme » ! Ainsi l'anonymat est bien la règle dans les grandes entreprises qui adoptent cette formule patetée et on comprend qu'à l'occasion des discussions parlementaires précédant la loi de finances du 30 décembre 1981, précitée, le député Georges Tranchant ait, par bravade logique devant le principe de mise au nominatif des titres, proposé corrélativement que l'on débaptise la société anonyme pour l'appeler désormais « société à noms d'actionnaires connus » (30). Plus posément, on a pu dire que « ces sociétés ont cessé d'être anonymes » (31).

26. — Il faut pourtant avancer la remarque suivante. L'anonymat ne tient pas nécessairement à la structure du titre. On a ainsi relevé que le titre au porteur ne possède qu'un anonymat relatif (32). Mais symétriquement, le titre nominatif ne désigne qu'à première vue son titulaire. Il est possible en effet de conférer de fait l'anonymat au titre nominatif en faisant jouer sur lui un contrat ou un montage ayant cet objet ou cet effet. Il s'agira notamment du contrat de portage, de la convention de croupier, du *trust*, du *nominee* ou du prêt de titre. Dès lors, l'avantage de l'anonymat peut être obtenu sans qu'il soit nécessaire de maintenir la forme au porteur, même si cette dernière constitue la structure à première vue idoine.

B. — Les titres au porteur au regard des principes juridiques généraux

27. — Certes, par la volonté du législateur, les titres au porteur émis par des sociétés sur les marchés financiers sont un mode de financement parfaitement licite. Il est néanmoins pertinent de mesurer leur légitimité à l'aune des principes directeurs de trois domaines qui se croisent en la matière : le droit des sociétés, le droit des marchés et le droit du crédit. Plus précisément, il convient de confronter la technique des titres au porteur à l'exigence maintenue de l'*affectio societatis* (1°), au principe général spécifique de la transparence du marché financier (2°) et à celui plus vaste de la sauvegarde du droit des tiers (3°).

1° Titre au porteur et affectio societatis.

28. — Le droit classique des sociétés impose l'existence d'un *affectio societatis* pour reconnaître transactivement la réalité d'une société, notamment lorsqu'il s'agit d'en déduire l'existence d'une société créée de fait ou, à l'inverse, de prendre acte de sa disparition pour prononcer la dissolution pour mésestente. Ce principe n'a jamais été remis radicalement en cause. Certes, la négociabilité des actions, poussée à l'extrême lorsqu'elles circulent sur un marché réglementé, a passablement affaibli l'effectivité de l'*affectio societatis*. On remarquera pourtant qu'il y a aujourd'hui un regain de ce souci d'avoir un actionnaire qui se préoccupe de la société dont il détient un titre et non seulement un investisseur. Cette tendance est partagée par le législateur, à travers notamment la loi du 31 décembre 1993 (33) organisant le retrait forcé de l'actionnaire après offre publique ou demande de retrait, mais aussi par la pratique statutaire. On connaît le succès grandissant des dispositions organisant des « actions de priorité » (34), assorties de votes doubles, voire de dividendes majorés. Il s'agit de sortes de « clauses de fidélité » (35), traduisant directement la résurgence d'un *affectio societatis* recherché, notamment par les sociétés cotées.

29. — Dès lors, les titres au porteur, dont l'anonymat concerne à titre principal et précisément la société émettrice elle-même, sont un obstacle à ce souci croissant d'une participation à la vie sociale de l'actionnaire, qui suppose la nominativité. Ainsi, à première vue, la suppression des titres au porteur s'imposerait pour servir ce mouvement de restauration. Mais la remarque suivante s'impose : ce n'est pas la forme du titre qui permettra seule, et de force, une telle participation. Il restera toujours de fait deux sortes de porteurs de titre : celui qui choisit de participer à une société et celui qui opère un investissement. L'effet pervers serait alors patent : les deux classes confondues rendent indiscernables les deux types d'actionnaires. Cela entraîne paradoxalement une dilution de l'*affectio societatis* en ce que la société émettrice ne pourrait plus réserver un traitement différent à l'actionnaire de la première catégorie, puisque le nominatif ne serait plus un choix. On peut donc concevoir qu'aujourd'hui, la classe des actionnaires au porteur est comme « par défaut ». Dès lors, titre au porteur et *affectio societatis* peuvent faire dialectiquement bon ménage. L'analyse est plus hasardeuse concernant la transparence du marché financier.

2° Titre au porteur et transparence du marché financier.

30. — Le droit boursier s'est construit d'une façon téléologique sur les notions croisées de sécurité et de transparence du marché financier, telles que le claironne la loi du 2 août 1989. La jurisprudence l'épaula en affirmant le caractère essentiel

(28) Wahl, préc., p. 217, cité par P. Didier, préc., p. 58.

(29) V. infra, n° 31.

(30) JOAN CR, 2^e séance, 20 nov. 1981, p. 4093.

(31) M. Cozian et A. Viandier, préc., n° 914, p. 325.

(32) V. supra, n° 9 s.

(33) N° 93-1444, portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers, art. 16 : JO 5 janv. 1994 ; JCP 1994, éd. E, III, 66611.

(34) Actes pratiques, Dr. sociétés, 1993, n° 11.

(35) J. Dromer, Les droits de l'actionnaire, conf. Droit et commerce, 24 janv. 1994, Tribunal de commerce.

de la transparence du marché financier (36). Or, on ne peut que constater à première vue l'apparente incompatibilité entre ce précepte de transparence et cette technique du titre au porteur. En effet, devraient apparaître aux yeux de tous non seulement l'existence et la valeur des titres, mais encore leur mobilité et leurs titulaires. Cela peut être précieux, notamment dans la perspective d'une offre publique inamicale.

31. — Et le législateur a lui-même été sensible à ces inconvénients structurels de l'anonymat, puisqu'il a tout à la fois conçu le titre au porteur identifiable (37), au profit de la société émettrice, et un mécanisme de déclaration de franchissement de seuil, au profit non seulement de la société émettrice apte à développer des techniques anti-OPA mais encore au profit du marché lui-même et de ses acteurs. Sur cette voie, on pourrait concevoir plus radicalement d'éliminer purement et simplement cette technique du titre au porteur qui entrave le marché dans son fonctionnement essentiel. On retrouverait ainsi ce que l'on a appelé l'impératif de nominativité (38). Cela serait d'autant plus concevable que la connaissance obtenue par le titre au porteur identifiable ou la déclaration de franchissement de seuil ne compense pas parfaitement l'anonymat parfois dénoncé du titre au porteur.

32. — En effet, en pratique, l'utilisation de la procédure de titre au porteur identifiable, espacée dans le temps, coûteuse, hasardeuse, aux résultats le plus souvent grossiers, ne remplit que fort imparfaitement ce rôle d'information qu'apporte en permanence une tenue de compte en nominatif. De la même façon et pour d'autres raisons, l'obligation de déclarer les franchissements de seuil ne présente pas la même utilité pour la société qu'une information par le biais du nominatif. En effet, ce serait supposer que la société ne veut connaître son actionnaire que pour s'en défier, dans la perspective d'une agression dont on empêcherait à tout le moins qu'elle soit larvée. Mais la société peut vouloir connaître son actionnariat pour mieux le choyer et la procédure de déclaration de franchissement de seuil ne peut alors satisfaire ce souhait. Ainsi la suppression des titres au porteur serait pertinente en dépit de la mise en place, et des titres au porteur identifiables, et des obligations de déclaration de franchissement de seuil.

33. — Cependant, on peut formuler des objections à ce raisonnement dont la simplicité logique peut être trompeuse. Ces objections peuvent être circonstancielles ou plus fondamentales. En effet et en premier lieu, le président de la Commission des opérations de bourse dont l'avis était sollicité sur ce point en 1986, avait quant à lui préconisé la suppression des titres nominatifs et la généralisation des titres au porteur (39) ! Si l'autorité de marché, en charge de surveiller l'effectivité de la transparence, conçoit un tel bouleversement à rebours, sans doute faut-il conclure dans un premier temps, et ne voulant pas être plus royaliste que le roi, que la transparence n'en est donc pas affectée.

34. — Mais on peut observer que cette prescription conseillée était justifiée à l'époque par le dysfonctionnement majeur causé par l'engorgement du marché des titres nominatifs et le phénomène des suspens. Ainsi seul l'impératif de fluidité du marché justifiait une telle prise de position. Si l'on admet que les progrès techniques en cours, par le jeu d'un perfection-

nement informatique et par une meilleure organisation de l'intermédiation boursière (40), permettraient d'organiser au bénéfice des titres nominatifs la fluidité jadis apanage des titres au porteur, alors la généralisation symétrique des titres nominatifs s'imposerait. En effet, elle permettrait alors l'information du marché sans porter désormais atteinte à la fluidité des échanges. Le législateur n'avait d'ailleurs pas suivi la proposition formulée d'une généralisation des titres au porteur, l'anonymat constituant précisément la pierre d'achoppement : une solution dialectique fut trouvée dans l'invention du titre au porteur identifiable par la loi sur l'épargne du 17 juin 1987 (41). L'instauration générale des titres nominatifs satisfait donc ce souci du législateur, d'une façon plus ample et désormais sans contrainte technique insurmontable.

35. — Il existe cependant et en second lieu des obstacles plus fondamentaux. Tout d'abord, on peut penser que le titre au porteur ne met pas directement en cause la transparence du marché financier. En effet, on a pu justement analyser cette dernière comme « un corps de règles imposé par les autorités prescrivant un droit égal à l'accès de certaines informations données par certaines personnes » (42). Le titre au porteur est opaque pour tous et le titre nominatif n'est finalement transparent que pour la société et pour ses actionnaires, mais non pour l'ensemble des agents sur le marché. Ainsi la transformation impérative du premier en second ne serait gage de bonne information que pour certains d'entre eux. Elle ne concernerait donc pas directement l'exigence structurelle de transparence.

36. — Enfin et plus fondamentalement, est-il incontestable ou même sérieusement établi que la transparence soit ce que doit atteindre le marché financier ? On sera ainsi sensible au fait que le droit de la concurrence ne connaît guère cette notion, autrement qu'à titre d'instrument de contrôle de la conformité des pratiques aux règles de droit spécifiques (43), mais ne la pose pas en finalité du marché, car le modèle de la concurrence pure et parfaite qui postule la transparence cristalline a été écarté au profit d'un modèle plus réaliste qui marie « transparence nécessaire et opacité suffisante » (44). D'une façon plus générale, comme le Doyen Jean Carbonnier a pu le remarquer concernant le droit de la consommation, « la transparence y apparaît pour ce qu'elle est réellement, la fille de l'interventionnisme, du dirigisme ». La tendance du droit économique spécial à se construire comme une sorte de droit de la consommation au service des petits épargnants constitue d'ailleurs une dérive (45), et l'on redécouvre les vertus du secret concernant les titulaires, notamment dans la perspective de la concurrence internationale entre les places boursières (46).

3^o Titre au porteur et droits des tiers.

37. — Sans doute est-ce sur un terrain plus classique que le titre au porteur, dans une persistance qui ne peut plus aujourd'hui être la simple conséquence d'exigences techniques, peut présenter certains dangers. Ceux-ci menacent davantage les tiers que la société. Certes cette dernière peut vouloir légitimement connaître son actionnariat, qu'il s'agisse de mieux le servir ou d'enrayer une tentative de prise de pouvoir. Mais, la technique procédurale du titre au porteur identifiable, qui peut être prévue librement dans les statuts des sociétés cotées, lui permet de satisfaire cette volonté. L'on a certes souligné les insuffisances d'une telle procédure (47). Mais rien n'empêche une société d'imposer le caractère nomi-

(36) V., notamment, CA Paris, 9^e ch. A, 15 mars 1993, Alibert (*RJDA* 1993, p. 345 et chron. Ph. Rinciaux, p. 323 ; *Gaz. Pal.* 18 juill. 1993, p. 22, note J.-P. Marchi ; *RD bancaire et bourse* 1993, p. 170 s., obs. M. Germain et M.-A. Frison-Roche ; *JCP* 1993, éd. E, pan. 566) et CA Paris, 27 avril 1993, OCP (*JCP* 1993, éd. E, II, 457, note A. Viandier ; *RJ com.* 1993, p. 244, note Ch. Goyer ; *Bull. Joly Bourse et produits financiers*, 1993, p. 396 s., note P. Le Cannu ; *RD bancaire et bourse* 1993, p. 134, obs. M. Germain et M.-A. Frison-Roche ; *Petites affiches* 19 mai 1993, n^o 60, p. 20, obs. Cl. Ducouloux-Favard). Il en est de même des normes professionnelles (V. Ch. Laviolle, Les normes déontologiques boursières ; *JCP* 1993, éd. E, I, 241).

(37) V. *infra*, n^o 30, 33 et 37.

(38) E. Daillly ; *JO Sénat CR*, 15 mai 1987, p. 1009, cité par M. Germain, *préc.*, n^o 5, p. 3.

(39) Cité par Ch. Barabe, Les titres au porteur identifiables ; *Petites affiches* 19 av. 1991, n^o 91 ; V. cependant les propos plus nuancés du rapport annuel de la COB, 1986, concernant les problèmes de règlement et de livraison des titres, p. 20 s.

(40) Rapport Barbier de la Serre, 1^{er} juill. 1991 ; *Rapp. COB* 1991, p. 88 s.

(41) *JCP* 1987, éd. E, III, 60293 ; M. Germain, Le chapitre IX de la loi sur l'épargne ; *Dr. sociétés*, août-sept. 1987, p. 2 s. — V. *infra* n^o 37.

(42) D. Schmidt, Transparence et marchés financiers et boursiers, in *La transparence*, n^o spéc. de la *RJ com.* 1993, p. 168.

(43) N. Renaudin, Transparence et concurrence, in *La transparence*, *préc.*, p. 89.

(44) *Ibidem*, p. 90 s.

(45) Droit de la concurrence et droit de la consommation, *Dalloz*, 1994, à paraître.

(46) *Infra* n^o 40.

(47) Ch. Barabe, *préc.*, p. 16.

natif de l'intégralité de ses titres. Elle dispose en effet du pouvoir d'imposer cette forme alors qu'elle ne pourrait obliger ses actionnaires à n'être titulaires que de titres au porteur (48). Si elle juge bon de ne pas le faire, elle doit subir la contrepartie des avantages notamment techniques et financiers des titres anonymes. Sa protection est donc à sa disposition.

38. — Il n'en est pas de même pour les tiers. En effet, l'anonymat est une arme qui peut s'avérer déloyale et contraire à l'esprit de la réforme des procédures civiles d'exécution. Cette réforme majeure opérée par la loi n° 91-650 du 9 juillet 1991 a introduit la procédure adéquate de saisie des valeurs mobilières (49). Si les titres sont au porteur, il est prévu que la saisie devra s'effectuer auprès de l'intermédiaire financier en charge de leurs conservation et gestion, selon les termes des articles 180 et suivants du décret d'application du 31 juillet 1992. Or, cette procédure est quasi impossible à mettre en pratique en raison de l'anonymat des titres et de la difficulté à identifier les teneurs de comptes, et la société émettrice ne peut davantage renseigner le créancier puisqu'elle ignore les titulaires et les gestionnaires des titres au porteur.

**

39. — **En conclusion**, on doit se poser la question de savoir s'il faut supprimer les titres au porteur. Ils ont déjà perdu leur première qualité : la matérialité. Reste l'anonymat. La mise impérative au nominatif éliminerait à première vue cette qualité qui reste actuellement à la disposition du propriétaire, par la seule forme du titre au porteur. Et l'on peut en effet penser que, sans pour autant remettre en cause le bien-fondé de la propriété, le droit peut astreindre les patrimoines à être transparents, au bénéfice des créanciers du titulaire, car le patrimoine se définit comme la masse des biens, objet naturel du droit de gage des créanciers du titulaire, et, sauf à remettre en cause le principe de l'impôt sur le revenu, voire sur le capital, l'administration fiscale est également en droit de connaître la configuration du patrimoine des contribuables. Il pourrait alors paraître logique d'imposer la mise au nominatif de toutes les valeurs mobilières, non pas pour servir en elle-même une transparence mythique et dangereuse, mais pour protéger les droits patrimoniaux des tiers.

40. — Cependant, l'obstacle est de nouveau circonstanciel et technique. En effet, le droit français ne peut s'organiser

sans considérer les places boursières étrangères avec lesquelles la place de Paris est aujourd'hui en concurrence directe. Il est acquis que les titres anonymes sont attractifs, en raison notamment de l'opportune dissimulation de capital qu'ils concrétisent. Si vertueuse et équitable soit-elle, la suppression des titres au porteur grèverait la bourse française d'un handicap certain face à la concurrence internationale. On retrouve le même dilemme en matière de protection sociale. D'ailleurs, une telle suppression serait inefficace car on peut penser qu'elle encouragerait l'achat de titres au porteur de sociétés étrangères sur des places internationales, par une sorte de « délocalisation » pour poursuivre l'analogie avec la protection sociale. La vertu et la transparence ont un coût qu'on ne peut ignorer, un coût économique mais aussi et paradoxalement un coût moral car elles produisent la réaction de fraude (50). Le droit anglo-saxon offre en outre des possibilités séduisantes de gestion des titres à travers les techniques de *trust* et de *nominee* (51). Cette dernière technique permet de transformer des titres en droit nominatifs en titres de fait au porteur, comme le montre l'exemple américain, sans que la SEC ait trouvé à y redire (52). On observera alors que la mise en nominatif ne sera concrètement une contrainte que pour le porteur n'ayant pas l'ingéniosité ou les moyens financiers d'échapper à sa désignation par un montage lui permettant d'accéder à l'anonymat.

41. — C'est donc l'impuissance à imposer concrètement et sans effet pervers, voire sans injustice, l'exclusivité du titre nominatif qui conduit à admettre, mais sur d'autres fondements, l'existence parallèle des titres au porteur. En effet, et par défaut, puisqu'il est licite d'obtenir l'anonymat à partir d'un titre formellement nominatif, il est illusoire et sans doute inutile de supprimer les titres structurellement anonymes que sont les titres au porteur. Plus positivement, l'existence de titres au porteur, à la disposition du simple investisseur, permet par contraste le maintien d'un véritable *affectio societatis* trouvant refuge dans la forme nominative. On peut d'ailleurs considérer que, par son esprit, cette dernière forme progresse car on a pu souligner que le titre au porteur identifiable se rapproche davantage du titre nominatif qu'il ne reste fidèle à l'esprit du titre au porteur (53). On comprend ainsi pourquoi il existe encore des titres au porteur : l'anonymat sera toujours obtenu d'une façon ou d'une autre et c'est la catégorie résiduelle des titres au porteur qui donne sa consistance à la catégorie première des titres nominatifs.

(48) Ripert et Roblot, préc., n° 1162, p. 875.

(49) P. Le Cannu, Saisie des valeurs mobilières : vers des techniques autonomes ? : *Bull. Joly* 1991, p. 779 s. ; Saisie-vente des valeurs mobilières : les règles nouvelles : *Bull. Joly* 1992, p. 1169 s. ; Saisie-vente des droits d'associés et des valeurs mobilières non cotées : *Bull. Joly* 1992, p. 1275 ; Les mesures conservatoires portant sur des droits d'associés ou des valeurs mobilières : *Bull. Joly* 1993, p. 16 s. ; F.-J. Crédot et Y. Gérard, Aspects bancaires de la réforme des procédures civiles d'exécution : *RD bancaire et bourse* 1993, p. 2 s., spéc. p. 11 s. ; M. Jeantin, Mesures d'exécution forcée sur valeurs mobilières et droits d'associés : *J.-Cl. Procédure civile*, fasc. 2390 ; E. Putman, Les saisies des droits d'associés et des valeurs mobilières : *JCP* 1993, éd. G. I, 3689, p. 305 s. ; Ph. Théry, La saisie des valeurs mobilières et des droits d'associés : *JCP* 1993, éd. E, I, 239.

(50) J. Carbonnier, préc., p. 11 s.

(51) Rapp. M. Pérouse, préc., p. 47 ; J.-P. Valuet et Z. Sekfali, La société émettrice et l'intermédiaire financier français face au *trustee* et au *nominee* : *RD bancaire et bourse* 1993, p. 147 s. ; P. Didier, préc., p. 61.

(52) *Ibidem*, p. 148-149.

(53) P. Didier, préc. : « L'apparition et le développement de ces titres au porteur identifiables confirment le sentiment qui se dégage de l'examen de l'histoire, à savoir que l'évolution tend à la généralisation des titres nominatifs, aujourd'hui que le titre au porteur a perdu son principal attrait, qui était de se transmettre de la main à la main, dans le plus grand secret et sans trace écrite » (p. 71-72).