



Haut Comité Juridique
de la Place financière de Paris

***ANNEXES DU RAPPORT SUR
LES PRODUITS FINANCIERS
VENDUS SOUS LA DÉNOMINATION
DE « FRACTIONS D'ACTION »***
*du Haut Comité Juridique
de la Place Financière de Paris*

15 mai 2025



ANNEXE 2

Note de cadrage de l'AMF



NOTE AMF

NOTE DE CADRAGE DE L'AMF

L'Autorité des Marchés financiers a constaté que les investisseurs particuliers, et notamment les plus jeunes, sont de plus en plus sollicités pour investir dans des « fractions d'action », le cas échéant par le biais de plateformes. Ce type d'investissement semble proposé par des acteurs disparates : certains semblent vouloir démocratiser et rajeunir l'investissement en Bourse auprès d'investisseurs particuliers, quand d'autres mettent en avant des investissements purement spéculatifs auprès de personnes plus vulnérables. Face à la multiplication des offres de fractions d'action, l'AMF et l'ESMA ont chacune alerté les investisseurs sur les risques spécifiques à ces investissements (AMF : Les fractions d'action : points d'attention et pièges à éviter, 27 mai 2021; ESMA : Public Statement On derivatives on fractions of shares, ESMA35-43-3547, 28 mars 2023), en fonction de la nature juridique de l'instrument réalisant le fractionnement d'actions et des risques liés à celui-ci.

Plusieurs instruments prétendent contourner le principe d'indivisibilité de l'action (article L. 228-5 du Code de commerce : « à l'égard de la société, les titres sont indivisibles, sous réserve de l'application des articles L. 225-110 et L. 225-118 ») en offrant une exposition sur l'action, ou sur une fraction de celle-ci, via un autre instrument. L'impossibilité de fractionner l'action est en effet valable vis-à-vis de la société, mais pas vis-à-vis des tiers avec lesquels des dispositions contractuelles peuvent organiser un tel fractionnement. Le panorama ci-après décrit les instruments utilisés pour proposer des investissements dans des fractions d'action ; il ne traite pas du fractionnement d'action tel que la loi du 3 janvier 1983 l'avait organisé, c'est-à-dire un éclatement de l'action en deux titres distincts, d'un côté un certificat d'investissement représentatif des droits financiers et de l'autre un certificat de vote représentatif du droit de vote, dont l'émission a été supprimée pour l'avenir par l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004. Ne sont pas non plus traités le démembrement de propriété entre usufruit et nue-propriété, ni de la division des actions (« split »), qui revient à multiplier les titres en réduisant d'autant leur valeur nominale, des coupures d'actions (dans certaines SA, notamment celles qui offrent à leurs salariés la possibilité de souscrire au capital et dans les sociétés anonymes à participation ouvrière, on peut rencontrer des coupures d'actions), des rompus, ou des décimales de parts ou actions d'OPCVM.

a. Les instruments financiers ayant pour sous-jacent une fraction de l'action

Une partie des offres proposant un investissement dans des « fractions d'action » consiste en la promesse, par un intermédiaire, de reverser une part de dividendes en contrepartie du versement, par l'investisseur, d'une somme calculée proportionnellement au cours de l'action. Il s'agit d'un contrat à titre onéreux, aléatoire et à exécution successive. Au sens civiliste, ce contrat peut être de gré à gré ou d'adhésion.

Ainsi cette modalité d'investissement ne suppose pas la création d'actions nouvelles. Du point de vue de l'investisseur, elle ne crée aucun droit à l'égard de l'émetteur des actions, auquel il n'est nullement lié. L'investisseur n'est pas détenteur de l'action, seulement d'un instrument financier répliquant la performance de cette action, mais il est créancier de l'intermédiaire qui a émis cet instrument financier. La somme versée périodiquement par celui-ci au n'est pas juridiquement du dividende mais une simple contre-prestation pécuniaire.



Un exemple de cette modalité d’investissement se retrouve, à l’étranger, dans l’existence des Depositary Receipts (sur ce sujet, voir V. Malassigné, *Les titres représentatifs, Essai sur la représentation juridique des biens par des titres en droit privé*, Dalloz, 2016), et en particulier des American Depositary Receipts, qui sont des certificats représentatifs de valeurs mobilières émises par des sociétés étrangères aux fins de distribution aux investisseurs situés sur le marché d’un pays donné, et pour lesquels il n’y a pas d’obligation d’établir une parité entre le nombre de DR ou d’ADR émis et le nombre d’actions sous-jacentes.

Si plusieurs définitions légales ou contractuelles des Depositary Receipts existent, elles n’apportent guère d’indications quant à la nature de ces titres. L’article 4, §1 de la directive MIFID 2, dispose ainsi qu’un certificat représentatif s’entend d’« 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 ». Certaines règles de marché, comme les règles d’admission du Hong Kong Stock- Exchange ou les règles harmonisées d’Euronext (mais non les règles de marché d’Euronext Paris), mentionnent également les DR sans en définir la nature juridique (Règles d’admission du Hong KongStock-Exchange, 1.01 : “depositary receipts”: instruments issued by a depositary on behalf or at the request of an issuer which are listed or are the subject of an application for listing on the Exchange and which evidence the interests and rights in shares of the issuer as provided by the deposit agreement executed between the depositary and the issuer ; Règles de marché harmonisées d’Euronext : le “titre” est défini comme tout titre négociable relevant de l’une des catégories suivantes [...] (iii) les certificats représentatifs d’actions).

En droit français, il n’existe aucune disposition mentionnant les Depositary Receipts, ou certificats représentatifs. Il apparaît néanmoins qu’ils constituent, au même titre que les instruments financiers permettant d’investir dans des fractions d’action, de véritables instruments financiers, distincts des actions représentées.

La notion de « fractions d’action » apparaît susceptible d’être appréhendée via la notion d’instruments dérivés (la catégorie des instruments financiers visée à l’article L. 211-1 du Code monétaire et financier englobe celle des instruments dérivés). Classiquement, un instrument dérivé est un produit dont la valeur dépend de celle d’un actif dit sous-jacent et qui permet d’obtenir une prestation à terme, en principe, par livraison physique du sous-jacent ou en espèces (voir notamment l’analyse de l’AMF sur la qualification juridique des produits dérivés sur crypto- actifs disponible sur le site de l’AMF telle que publiée en 2018 et mise à jour en février 2021(l’ « Analyse AMF des Produits Dérivés sur Crypto-Actifs »).

Un instrument dérivé prend généralement la forme d’un contrat donnant naissance à des obligations réciproques entre deux parties. En droit français, cette typologie de produit est incluse dans la notion de « contrat financier », qui englobe les produits mentionnés à l’article D. 211-1 A du Code monétaire et financier. L’article D. 211-1 A 1° dispose notamment que font partie des contrats financiers « les contrats d’option, contrats à terme fermes, contrats d’échange, accords de taux futurs et tous autres contrats à terme relatifs à des instruments financiers [...] qui peuvent être réglés par une livraison physique ou en espèces ».



Certains instruments financiers permettent en pratique une exposition économique sur une fraction d'actions. A cet égard, le propriétaire d'une action et une contrepartie peuvent conclure un contrat qui permet à la contrepartie d'obtenir une exposition synthétique sur une partie de la valeur de l'action, avec le versement périodique d'un rendement qui correspondrait à une fraction du dividende.

Cette qualification emporte des conséquences sur la réglementation applicable à leurs émetteurs, sur le « marché secondaire » des « fractions d'action », mais également sur les risques qui y sont associés.

Compte tenu de la qualification en contrat financier, la contrepartie du contrat serait susceptible de rendre un service d'investissement (de négociation pour compte propre et / ou d'exécution d'ordres pour compte de tiers sauf à entrer dans le champ d'une exemption). En outre, l'opération est soumise à la réglementation EMIR.

Dans le cas d'un contrat financier, la « revente » d'une « fraction d'action » n'est pas, juridiquement, la cession d'un bien, mais une cession de contrat. S'il n'y a pas de marché secondaire organisé par l'intermédiaire, l'investisseur doit en faire son affaire.

Outre les contrats financiers, les instruments dérivés peuvent aussi prendre la forme de titres financiers, certains auteurs qualifient ceux-ci de « titres dérivés » (T. Bonneau, F. Drummond, Droit des marchés financiers, n° 141. Voir également Droit financier, Alain Couret et Hervé Le Nabasque, Marie-Laure Coquelet, Thierry Granier, Didier Poracchia, Arnaud Raynouard, Arnaud Reygrobelle et David Robine, paragraphes 1136 et suivants). Ces titres ont les mêmes caractéristiques économiques que les contrats financiers, mais s'en distinguent par leur forme de titres financiers. En conséquence, les modalités de détention de ces titres dérivés (par inscription en compte) et de cession (instruments négociables) vont différer par rapport aux contrats financiers.

S'agissant des risques, le premier est celui inhérent à tout investissement direct ou indirect dans des instruments financiers, à savoir évolution défavorable de la valeur sous-jacente et de sa rentabilité. En revanche, la modalité particulière d'investissement, par le biais d'un instrument financier, dans des « fractions d'action » fait naître un risque de contrepartie différent de celui de l'émetteur de l'action, spécialement si l'intermédiaire n'est pas un intermédiaire agréé, le danger étant qu'il ne constitue pas un portefeuille d'actions suffisant et soit en défaut le jour venu.



b. Les « stock tokens »

Une nouvelle pratique a vu le jour récemment avec la mise à disposition sur des plateformes d'échanges de crypto-actifs institutionnelles, de jetons représentant la fraction d'une action cotée, désignés sous le vocable « stock tokens » (voir à cet égard, les jetons proposés par la plateforme BINANCE. <https://www.binance.com/en/stock-token>).

A ce stade, ces jetons sont susceptibles de présenter les caractéristiques d'instruments financiers car ils revêtent toutes les caractéristiques des titres financiers « dérivés ». A ce titre, ils ne constituerait pas des actifs numériques mais des instruments financiers, leur émission devrait par conséquent obéir à la réglementation régissant l'émission d'instruments financiers et les prestataires se conformer à la réglementation régissant les services d'investissement.

Par ailleurs, malgré leur désignation, ces « tokens » peuvent parfois ne pas être inscrits dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé.

c. Programmes d'investissement mensuels

Certaines offres permettent d'acheter réellement des fractions d'action, notamment par le biais d'un programme d'investissement mensuel, et de regrouper automatiquement les fractions en actions « entières » dès que possible. Il s'agit alors, ni plus ni moins, d'un investissement en actions, lequel prévoit néanmoins des règles spécifiques liées au groupement des fractions d'action pour constituer une action entière.



ANNEXE 3

Note de cadrage établie par Antoine GAUDEMÉT, 27 février 2024



Groupe de travail du HCJP sur les fractions d'action Note de cadrage sur certaines formes de fractions d'action¹

27 février 2024

L'article L. 228-5 du code de commerce pose en principe l'indivisibilité de l'action :

« *À l'égard de la société, les titres sont indivisibles, sous réserve de l'application des articles L. 225-110 et L. 225-118* ».

Ce principe connaît des tempéraments : l'action peut être démembrée entre un usufruitier et un nupropriétaire (art. L. 115-110 C. com.) ou indivise entre plusieurs copropriétaires (art. L. 225- 118 C. com.), en particulier.

Le Groupe de travail ne traite pas de ces tempéraments, pas davantage que des situations suivantes :

- le démembrement de l'action en un certificat d'investissement et un certificat de droit de vote (possibilité introduite par la loi n° 83-1 du 3 janv. 1981, puis supprimée pour l'avenir par l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004) ;
- la division de l'action en coupures d'action (art. L. 228-8 C. com.) ;
- la division de l'action en actions nouvelles par réduction de sa valeur nominale (« *split* ») (art. L. 228-8 C. com.) ;
- la « *rupture* » de l'action à l'occasion d'une opération sur le capital de la société (not. art. L. 228-29-1 et s. C. com.) ;
- les décimales de parts ou d'actions d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

En réalité, le principe de l'indivisibilité de l'action n'est pas en cause dans ce que certains intermédiaires financiers proposent sous le nom de « *fraction d'action* » :

- en dépit de ce nom, une fraction d'action n'est pas ordinairement une division de l'action² ;
- au surplus, le principe de l'indivisibilité de l'action n'existe qu'à l'égard de la société qui l'a émise ; il ne reçoit pas application dans les rapports qu'un intermédiaire financier noue avec sa clientèle.

*

¹ Correspondant aux « *instruments financiers ayant pour sous-jacent une fraction de l'action* » mentionnés au a) de la note de l'AMF datée du 7 février 2024.

² Sauf peut-être dans le cas des « *programmes d'investissement mensuels* » mentionnés au c) de la note de l'AMF datée du 7 février 2024 : à documenter au regard des exemples allemand et néerlandais.



« *l'acheteur* » d'une fraction d'action paie une somme égale à une fraction déterminée de la valeur d'une action.

En contrepartie, l'intermédiaire financier « *vendeur* » lui confère au moins deux droits :

- le droit de percevoir une somme égale à la même fraction du dividende détaché de l'action ;
- en cas de « *vente* », le droit de percevoir une somme égale à la même fraction de la valeur de l'action.

Ces droits naissent d'un contrat conclu entre « *l'acheteur* » et le « *vendeur* ».

Ce contrat peut certainement recevoir la qualification de « *contrat financier* », ou celle équivalente « *d'instrument financier à terme* », au sens de l'article L. 211-1, III du code monétaire et financier.

Il entre en particulier dans les prévisions, très larges, du 1° du I de l'article D. 211-1 A du code monétaire et financier qui vise :

« *Les contrats d'option, contrats à terme fermes, contrats d'échange, accords de taux futurs et tous autres contrats à terme relatifs à des instruments financiers [...], à des indices financiers ou des mesures financières qui peuvent être réglés par une livraison physique ou en espèces* ».

*

Les droits auxquels ce contrat donne naissance peuvent en outre être constatés dans une inscription portée au crédit d'un compte ouvert au nom de « *l'acheteur* » dans les livres de l'intermédiaire « *vendeur* ».

Dans ce cas, la qualification alternative de titre de créance peut être envisagée.

Selon l'article L. 213-0-1 du code monétaire et financier :

« *Les titres de créance représentent chacun un droit de créance sur la personne morale [...] qui les émet* ».

Cette qualification est, au demeurant, celle retenue par la doctrine majoritaire à propos des *depositary receipts*, dont la ressemblance avec les fractions d'action doit être relevée.

Monsieur Malassigné, en particulier, écrit :

« *Les depositary receipts sont, par défaut, des titres de créance du point de vue du droit français. Cette qualification apparaît d'ailleurs tout à fait appropriée puisque les porteurs de depositary receipts sont titulaires d'un ensemble de droits à l'égard de la banque dite "dépositaire". Ils peuvent notamment exiger d'elle qu'elle leur reverse les dividendes distribués par la société émettrice des actions représentées, qu'elle leur traduise les informations délivrées par celle-ci et, le cas échéant, qu'elle fasse son possible pour exercer le droit de vote attaché auxdites actions dans le sens qu'ils auront requis* » (Malassigné, Les depositary receipts, Bull. Joly Bourse janv. févr. 2017, n° 31).



Il faut toutefois, pour retenir la même qualification au sujet cette fois des fractions d'action, accepter que celles-ci puissent être :

- émises à l'unité dans les rapports de l'intermédiaire financier « *vendeur* » et de « *l'acheteur* », comme le sont les titres de créance négociables (art. L. 213-1 C. mon. fin.), et non collectivement, comme le sont les valeurs mobilières (art. L. 228-1 C. com.)³ ; et
- négociables uniquement par virement d'un compte ouvert dans les livres de l'intermédiaire financier « *vendeur* » à un autre compte ouvert dans les mêmes livres ou dans les livres d'un autre intermédiaire financier affilié au premier.

*

Quelle que soit la forme d'une fraction d'action, « *l'acheteur* » de celle-ci supporte en tout état de cause deux risques :

- un risque de défaut : le risque que l'intermédiaire financier « *vendeur* » ne verse pas les sommes promises à « *l'acheteur* » ;
- un risque résultant d'une moindre liquidité : une fraction d'action ne peut pas être négociée, autrement que sur une plateforme éventuellement animée à cet effet par l'intermédiaire financier « *vendeur* », mais liquidée ; dans ce dernier cas, l'intermédiaire financier « *vendeur* » doit verser à « *l'acheteur* » une somme égale à la valeur de l'action rapportée à la fraction d'action liquidée ; il se peut encore qu'il ne verse pas cette somme.

Ces risques peuvent néanmoins être atténués au moyen de plusieurs techniques, qui doivent être prises en considération dans l'analyse juridique :

- l'intermédiaire financier « *vendeur* » peut être dans l'obligation d'acquérir l'action entière (c'est le cas de la banque dépositaire qui émet des *depositary receipts*) ;
- il peut être dans l'obligation d'attribuer cette action à « *l'acheteur* », lorsque celui-ci vient à détenir un nombre de fractions d'action reconstituant l'action entière ;
- il peut être dans l'obligation d'adhérer à un mécanisme de garantie des titres à raison des fractions d'action qu'il « vend », à l'instar de la *Securities Investor Protection Corporation* aux Etats-Unis.

³ En théorie, on pourrait concevoir que des fractions d'action puissent être émises collectivement par l'intermédiaire financier « *vendeur* » à l'effet d'être proposés à une clientèle « *d'acheteurs* ». Ces fractions d'action constituerait alors des « *valeurs mobilières représentatives d'un droit de créance* », au sens de l'article L. 228-36-A du code de commerce, et seraient proches des *depositary receipts*, dont l'article 4, paragraphe 1, point 25) de la directive 2014/65/UE du 15 mai 2014 connaît sous le nom de « *certificats représentatifs* ». En pratique, cependant, cette hypothèse paraît improbable, ne serait-ce que parce qu'elle mettrait sans doute l'intermédiaire financier « *vendeur* » en situation de faire offre au public de titres financiers.



ANNEXE 4

ESMA, Public Statement on derivative on fractions of shares



Public Statement

On derivatives on fractions of shares

Background

The active marketing and sale of so-called 'fractional shares' by firms to retail clients is a relatively new phenomenon that has gained momentum in the context of on-line trading platforms and neo-brokers.

'Fractional shares' allow investors to participate in the share performance of an issuer by way of an instrument that tracks the share price but is available at a smaller purchase price, namely the pro rata share price of the underlying share. 'Fractional shares' usually allow the investor to receive the economic benefits stemming from dividends, but normally do not carry voting rights.

'Fractional shares' raise specific investor protection concerns.

While different structures are, from a commercial point of view, described as fractional shares, this statement focuses on instruments enabling investors to access fractions of shares by way of derivatives which derive their value from the price of an underlying corporate share. This statement, therefore, does not pertain to products providing access to fractions of shares in any other way, e.g., co-ownership structures. It should be noted, however, that other structures of fractional shares also raise some investor protection concerns and that some of the clarifications given in this statement may also be relevant for such structures.

This statement, which is addressed to firms¹ and NCAs, clarifies the application of certain investor protection requirements established under MiFID II² (and its implementing measures).

Derivatives on fractions of shares

Disclosure Requirements

Firms are required to provide clients in good time before the provision of investment services with a description of the nature and risks of the relevant financial instruments. This includes:

¹ Reference to "firms" include investment firms and credit institutions providing investment services to clients in accordance with MiFID II.

² Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments.



General information requirements³

All information to clients, including marketing information, shall be fair, clear, and not misleading.

Derivatives on fractions of shares are not corporate shares. No client information on these instruments, including marketing communications, shall therefore suggest to a client that he or she is being offered a fraction of a corporate share. To the contrary, the disclosure shall clearly and prominently describe in plain language that the investor is buying a derivative instrument and explain the differences between these derivatives and corporate shares, also with respect to rights inherent to corporate shares such as dividend and voting rights. The disclosure shall further point out specific risks of these derivatives such as counterparty and liquidity risks. It should also be clear on how, and if relevant, where an order of such derivatives will be executed and how the execution price will be determined.

As derivatives on fractions of shares are not corporate shares, firms should not use the term fractional shares when referring to these instruments. ESMA would deem such use of the term misleading and therefore in breach of MiFID II requirements.

Information on costs and charges including mark-ups and mark-downs

Firms offering these derivatives must clearly disclose all direct and indirect costs and charges relating to them and the services provided. This includes structuring and other costs embedded in these derivatives, as well as mark-ups and mark-downs compared, on a pro-rata basis, to the market price of the underlying corporate share.

Requirements on product governance

As derivatives, these instruments are complex products under the product governance rules. Consequently, the target market for these instruments needs to be identified in more detail considering, *inter alia*, counterparty and liquidity risks. This is expected to result in a narrow target market.

Requirements on appropriateness

As derivatives are complex financial instruments, an appropriateness assessment needs to be carried out where non-advised services are provided.

PRIIPs

Where derivatives on fractions of shares are packaged retail and insurance-based investment products, the PRIIPs Regulation⁴ applies and firms need to provide retail clients with a PRIIPs KID.

³ While this public statement only relates to fractional shares created by firms by way of derivative structures, any other structures of fractional shares shall, of course, be equally clearly, fairly, and comprehensively described and disclosed.

⁴ Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council of 26 November 2014 on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs).



ANNEXE 5

Présentation par l'entreprise Shares



PRÉSENTATION DE L'ENTREPRISE SHARES

HCJP - Fractional Shares Workshop - 25 April 2024 - Shares Notes

Can you briefly introduce the business and activities of your firm?

Nicolas Negrilic : Chief Legal, Risk & Compliance Officer of Shares for the last 2 years, where I got the company authorised and set up the compliance programme. Before that, I spent years on the trading floors of HSBC in Advisory Compliance, and before I was a consultant.

Robin Jacquet : Regulatory Project Manager, in charge of all our regulatory projects in stocks but also crypto (authorisations, tax reporting...) and also public affairs. Worked in Legal and Compliance in France and abroad in both the fintech and fund management industry.

Shares is a stock and crypto trading platform with an integrated social network. It is the first app in France to be authorised as both an investment firm by the ACPR (since july 2023) and a digital asset service provider by the AMF (since april 2023). As part of these authorisations, we had the opportunity to propose and have authorised by the AMF a fractional share trading offering. This allows our users to be able to buy EU and US stocks, from 1€.

The other main feature of our app is our social platform, where you can post your trades, comment trades from other traders, see the performance and trades of people you are linked to. There are also "premium investors" on the platform that have been carefully selected, underwent a due diligence and that are on the platform to share insights on their own choices and help our user base gain financial knowledge.

Finally, we are developing new products :

- Employer-sponsored savings and retirement plans (PEE + PEREKO) → testing phase ;
- Company Accounts → testing phase to begin soon ;
- PEA → planned before EoY.

What is the share of "fractional shares" in these activities (stock and flows)?

Our application and brokerage model are based on trades being placed by invested amounts, not number of financial instruments purchased or sold. As a consequence, all of our users buy fractions by default and this is the only way we offer our product. The only means for a user to buy a full share directly would be to place an order for the specific value of a full share at a given time, which may anyway result in price slippage and grant more or less than a full share in the end.



In your opinion, what are the prospects for the development of this type of "product" in France and, more broadly, within the EU?

European Fintechs such as Shares and its competitors (Revolut or Trade Republic, for example) already offer fractional shares and make it very successful amongst retail customers. When it comes to more traditional institutions, we are aware of ABN Amro developing such a product, but not others.

However, we think fractions have a bright future. Since we have been licensed to sell them as a French regulated Investment Firm, several people from the financial services ecosystem have shown interest in the legal qualification and the way we operate with our brokers to provide them. On the customer side, recent reports have shown people invest more and more but do not have enough money to buy high price full shares of certain flagship values (LVMH, Google, etc.)

Can you detail the financial characteristics of the products offered under the name "fractional shares"?

We offer fractional shares to our users as we would full shares, ie via traditional Reception and Transmission of Orders to specialised brokers with market access. The instrument is fully liquid, not subject to a secondary market or any other reselling constraint, and is subject to all MiFID rules applying to full shares. The user benefits from a prorated dividend amount, when any, but not from fractional voting rights (as agreed with the AMF on the latter).

What legal qualification(s) do you attribute to these products?

During the Investment Firm authorisation process, Shares Financial Assets has put forth a legal analysis stating that the fractions were qualified as debt instruments and not actual fractions of equity. They are not a complex instrument (and therefore not subject to appropriateness questions) but do qualify as a packaged retail investment product (since their price depends on the price of an underlying asset) requiring a Key Information Document to be delivered to the user (see below for further development on this).

Are there reasons to offer these products from another EU Member State or a non-EU country, rather than from France?

From a regulatory standpoint, the legal qualification itself may be a reason to look at different providers and different countries. The UK or Germany have different regimes for example, where the fractions are respectively equity fractions (UK) and subject to a co-ownership structure (Germany). However, unless the user registers on a cross-border manner to a user account provided under the law of a different country, the fractions will be subject to French constraints within a user account subject to the French Monetary code.

According to us, compared to the current qualification applied to and by Shares, the German law co-ownership has an advantage (there is no longer an "underlying asset" indexing the



price of the fraction which is therefore no longer subject to PRIIPS and the obligation to feature a KID) and an inconvenient (co-ownership restricts the possibility to sell the fraction which can not be just divested as it can in the French model).

On a different note, other providers offer fractions as derivatives and/or CFDs, but that does not seem linked to a country or another, unless local rules on reporting or marketing such products have an impact here.

When it comes to other aspects of fractional shares trading, neither of them appear to us as being specific to the format, i.e. different from full shares (transaction rules, reporting, venues selection, etc.) and therefore justify evading the French and/or EU regimes.

Do you think the legal regime governing "fractional shares" needs to be clarified? If so, in what way(s)?

Either the regime is the same as for full shares, in which case there is indeed a need to make that clear. Or fractions are confirmed as debt instruments and the regime needs to be literally created. So far, and to the extent of our knowledge, the products offered by Shares Financial Assets as fractional shares are the only ones duly reviewed and authorised by the AMF and the ACPR, which means the rules we go by are specific to us and not (yet) doctrine. The fact that several EU firms provide fractions under different regimes is detrimental to the user and creates confusion.

One thing to look at is the consistency between the characteristics of the fraction : in the current setup applied to Shares, the instrument is both non-complex (this waiving the appropriateness requirements) and subject to PRIIPS.

This last point creates a few operational and legal complexities :

- One document must be produced and updated for each fraction, which means, for Shares, for each instrument offered on the platform.
- The other EU firms providing KIDs for their fractions are Vivid and BitPanda which offer derivatives (see the point above on confusion for the user).
- An accurate level of risk is difficult to assess for each share since they are all negotiated on the same markets and subject to the same type of volatility. However, a single risk assessment for all fractions is not satisfactory either since it gives a false image of the risk level associated with stock trading.
- The performance scenario rules are currently not adequate for the manufacturing of KID on fractional shares and rules, designed with the industry, should be implemented.

A specific point Shares would like to stress is the potential inclusion of fractional shares in tax wrappers such as the PEA - or PER titres - in France. The fact that this wrapper does not allow for debt instruments to be included limits the investment perspectives when it comes to investing and preparing the future in a tax-efficient manner. In the UK, The Government authorised fractional shares in Investment Savings Accounts (equivalent to the French PEA) last year. As for Germany, they authorised fractional trading in savings plans years ago, which led to a massive increase of *dollar-cost averaging* investment in local ETFs.

Should a regime about fractional shares be created and such fractional shares considered as debt instruments, Exchange-traded funds should be left outside of said regime. ETFs are intrinsically units of collective investment, a financial product for which ownership of fractions of units or shares is already authorised for “standard” mutual funds.

À propos de Shares

Créée en 2021, Shares est un néo courtier proposant une application mobile, qui permet à ses utilisateurs d'investir dans des produits financiers comme des actions, des ETF et des crypto-monnaies et d'échanger et de suivre les activités et investissements d'autres utilisateurs.

Depuis sa création, Shares a réalisé trois levées de fonds pour un total de 90 millions de dollars auprès de Valar Ventures, le fond du fondateur de PayPal, Peter Thiel aux côtés de Singular, Global Founders Capital et Red Sea Ventures afin d'accélérer son développement au UK et en Europe. Plus tard dans l'année, les deux sœurs Williams ont rejoint l'aventure comme égéries de la marque.

L'entreprise emploie aujourd'hui 120 salariés répartis entre la France, le Royaume-Uni et la Pologne. Déjà actif au Royaume-Uni, Shares est devenu en juin 2023 le premier néo-broker français à recevoir l'agrément PSI et l'enregistrement PSAN délivrés respectivement par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Régulation et l'Autorité des Marchés Financiers. En 2024, elle va lancer son offre d'épargne salariale ainsi que son PEA.

Plus d'informations sur <https://shares.io/>. Contact –

Shares

Nicolas Negrilic – Group Chief Risk & Compliance Officer – nicolas.negrilic@shares.io Robin Jacquet – Regulatory Project Manager – robin.jacquet@shares.io

ANNEXE 6

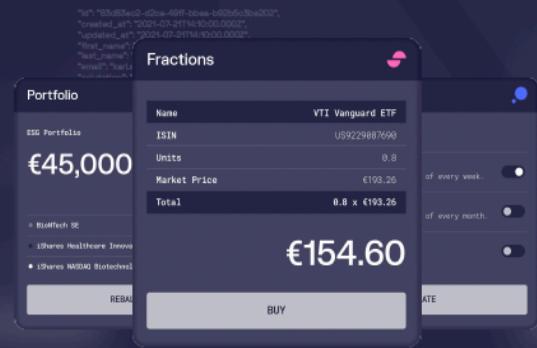
Présentation par l'entreprise Upvest

Upvest

Fractional Securities under German law

Presentation Paris High Level Legal Committee
April 25, 2024

Dr. Lukas Philipp Köhler, MJur (Oxford)
Head of Product Legal

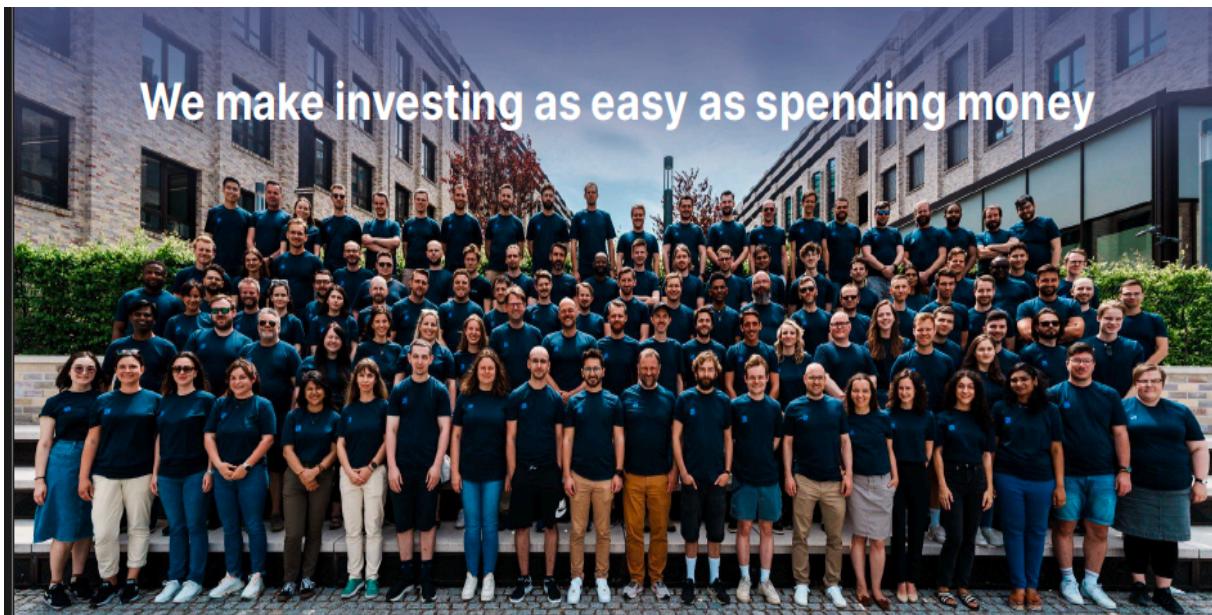


- 01 | Introduction to Upvest – providing infrastructure in two legal business models
- 02 | Fractional trading is important for retail investors
- 03 | German law already provides for a satisfactory solution, even cross-border
- 04 | However, there is a EU-wide need for further clarity and reform

Agenda today

Key takeaways

- I real fractional co-ownership possible under German law (*Bruchteilseigentum*)
- II co-ownership allows for pro-rata distribution of proceeds
- III German fractions are MiFID-transferable securities, not derivatives or CfDs



2017 founded

150+ employees

€100m funding



EARLYBIRD



NOTION

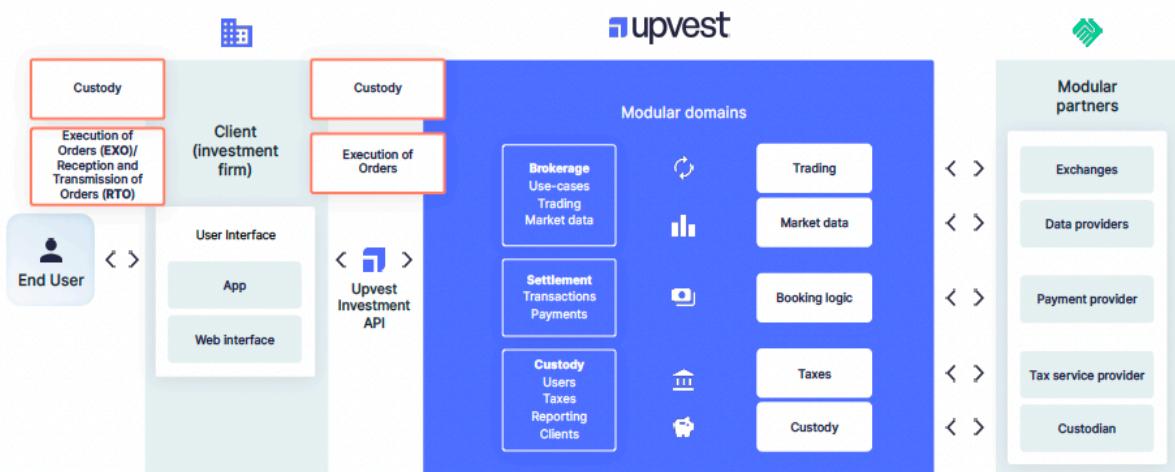


PARTECH

01 | Bring-Your-Own-License (BYOL): Providing brokerage infrastructure to investment firms

- Upvest provides investment services to licensed Client (EXO, Custody)
- Client provides investment services to End User (EXO, Custody)

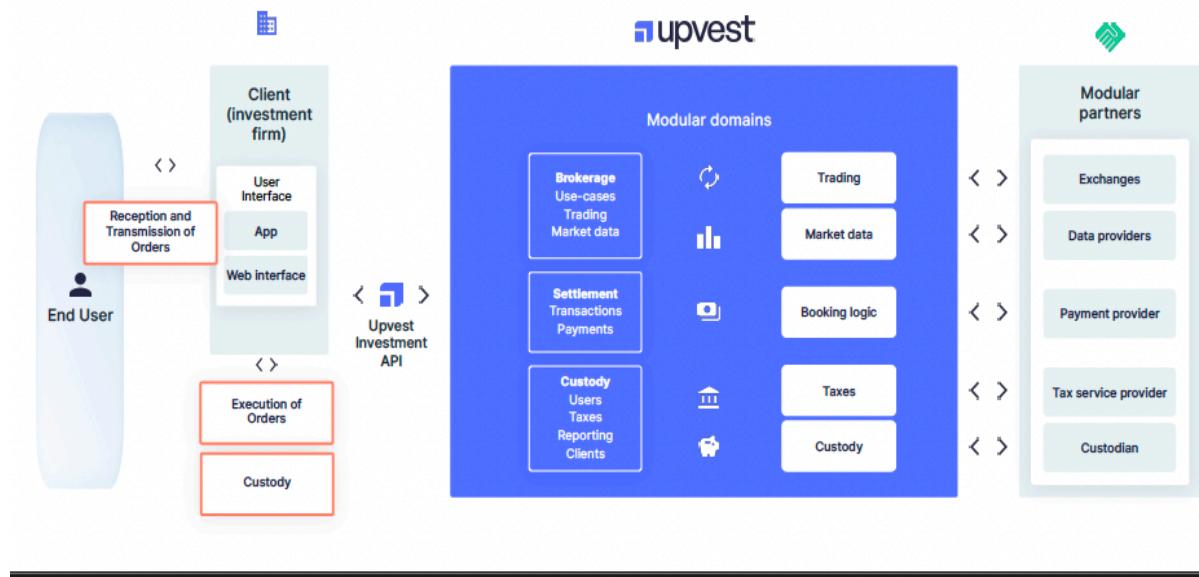
B2B



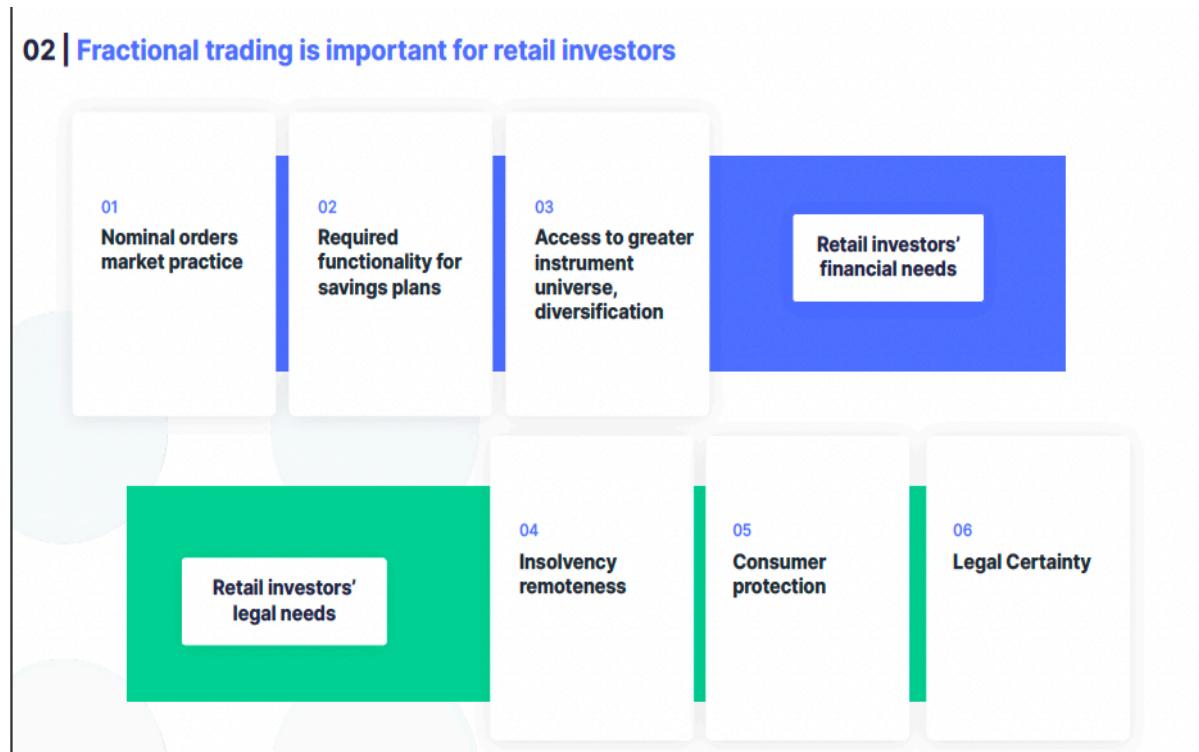
01 | Take-Our-License (TOL): Providing brokerage infrastructure directly to End Users

- ▶ Upvest provides investment services to End User (EXO, Custody)
- ▶ Client receives and transmits orders from End User to Upvest (RTO)

B2B2C



02 | Fractional trading is important for retail investors

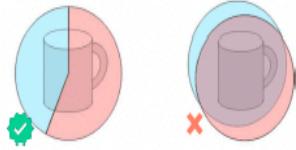


03 | German law provides satisfactory solutions for fractions already today

insolvency remoteness

yes, joint co-ownership, own distinguishable ideational part of an object, **individual divestment**

≠ "concurrent" ownership, where all co-owners own the entire object, only joint divestment



absolute right to fractional security can be issued

- **German global security note: joint co-ownership (Bruchteilsgemeinschaft)**

custody chain

- ▶ **Level 1 – CSD** credits fraction of security note, but denominated in **full unit to Upvest**/subcustodian (collective safe custody)
- ▶ **Level 2 – Upvest** fractionalises and administrates **pool of co-owners**: booking logic credits fractional positions denominated in **fractional unit to TOL-End User or BYOL-Client**
- ▶ **Level 3 – BYOL-Client/custodian** credits fractional position to **End User**

- **internationally held security notes**: similar level structure but wrt **obligatory fiduciary claim** against foreign depositary (security invoice - WR-Gutschrift),
- **insolvency administrator could transfer** security to **fractional owners**

03 | German law provides satisfactory solutions for fractions already today

Proceeds

yes, pro rata distribution

Corporate Actions

in theory, **yes**

Flexibility

no, account transfer not possible

Proceeds and administration determined by contract

- Broker's **Terms and Conditions** determine rules for co-ownership
- typically provides for split of dividends, rights issued, best effort with regards to other corporate actions

~ **participation in events possible in theory, not feasible in practice**

- right to **co-administration**: in theory exercise of shareholder rights
- in practice excluded in Broker's Terms and Condition

✗ **transfer of securities smaller than 1 unit to other custody account not possible**

- in practice, account transfer not possible, owner needs to sell fraction to exit
 - ▶ **taxable event**
- end-users locked into platform of broker as buyer

03 | the German co-owned security fits into EU regulatory and International Private Law

MiFID	 fractional security is ordinary transferable security in sense of MiFID
transferable security	
PRIIP-Regulation	 no KID required, since fractional share is not a PRIIP; amount repayable neither subject to
not applicable	<ul style="list-style-type: none"> - performance of reference values nor - performance of assets not directly acquired <p>because fraction acquired <i>IS</i> the asset</p>
International Private Law	
cross-border TOL – German law	 TOL: German law local consumer law should not overrule e.g. as not required for consumer protection purposes (Art. 6 para 2 Rome-I Regulation)
cross-border BYOL – German law “intervenes”	 BYOL  <ul style="list-style-type: none"> ▶ Level 2 – Upvest<>local investment firm: Upvest credits fractional position to local investment firm, German law ▶ Level 3 – local investment firm<>End User: even if local law would apply, firm should be able to pass on what it receives to End Users (concept of RTO) ⇒ German law

04 | Clarify and reform: There is a EU-wide need for further client protection

Clarification and Harmonisation	potential rulemaking instruments
MiFID: transferable security	ESMA GL/Q&A
local IPR clarification	Rome-I-Regulation
default for corporate actions	COM DelReg 2018/1212 (SRD)
Reform	Regulation/Directive
legalise fractional ownership (corporate actions, transfer)	
client asset segregation	ESMA GL/Q&A

Key takeaways

- I real fractional co-ownership possible under German law (*Bruchteilseigentum*)
- II co-ownership allows for pro-rata distribution of proceeds
- III German fractions are MiFID-transferable securities, not derivatives or CfDs

lukas@upvest.co



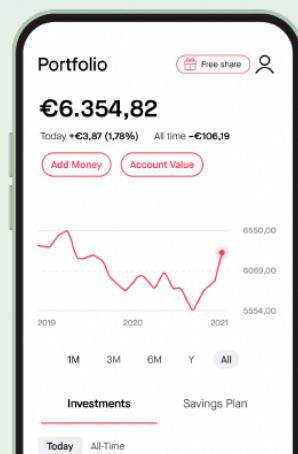
ANNEXE 7

Présentation par l'entreprise BUX

BUX

Deepdive Fractional Trading

BUX

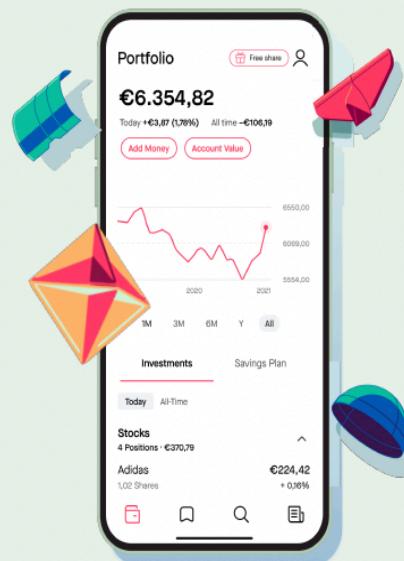


Agenda

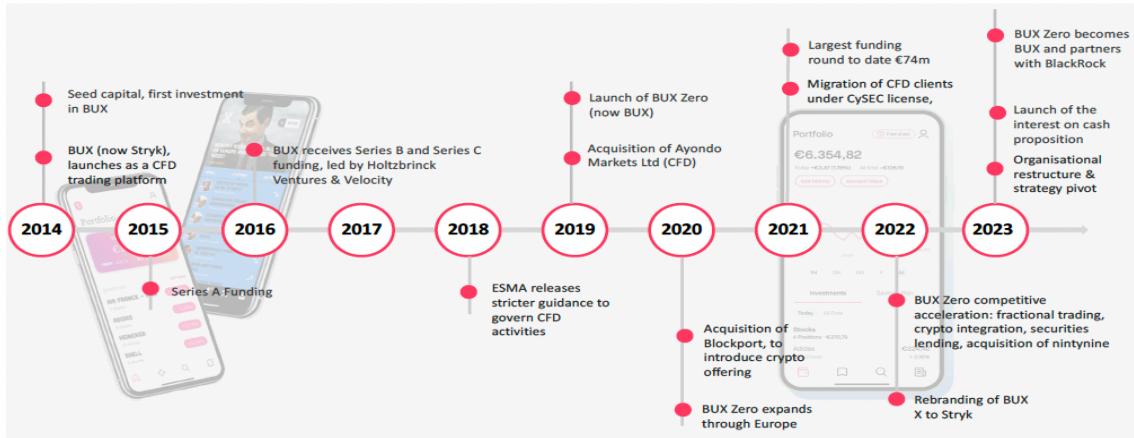
Let's get started

1. Introduction of BUX
2. Fractional shares at BUX
3. Operating model fractional shares
4. Regulatory considerations with the introduction of fractional shares
5. Clarification of Dutch legal framework

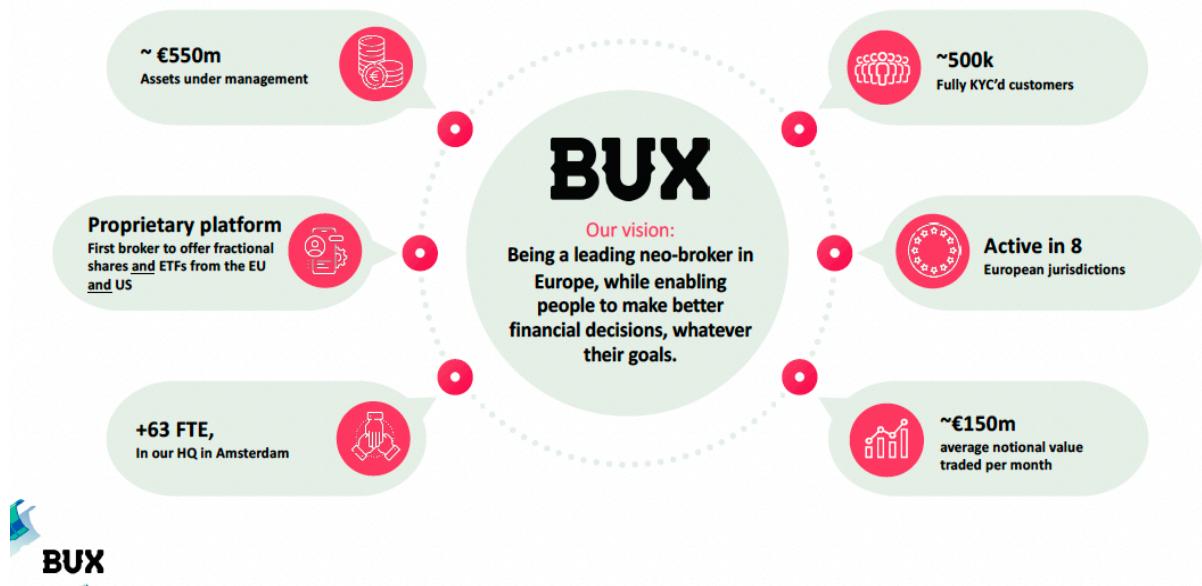
BUX



In 10 years BUX has grown from an **idea** to a **well-respected European player**



BUX is the **innovation leader** in neobrokerage in Europe



Fractional trading is popular with BUX clients and a key feature for our Investment Plans

BUX Product Coverage

EU stocks

- 860 securities
- 182 fractional

US Stocks

- 3498 securities
- 213 fractional

ETF & ETCs

- 236 securities
- 211 fractional

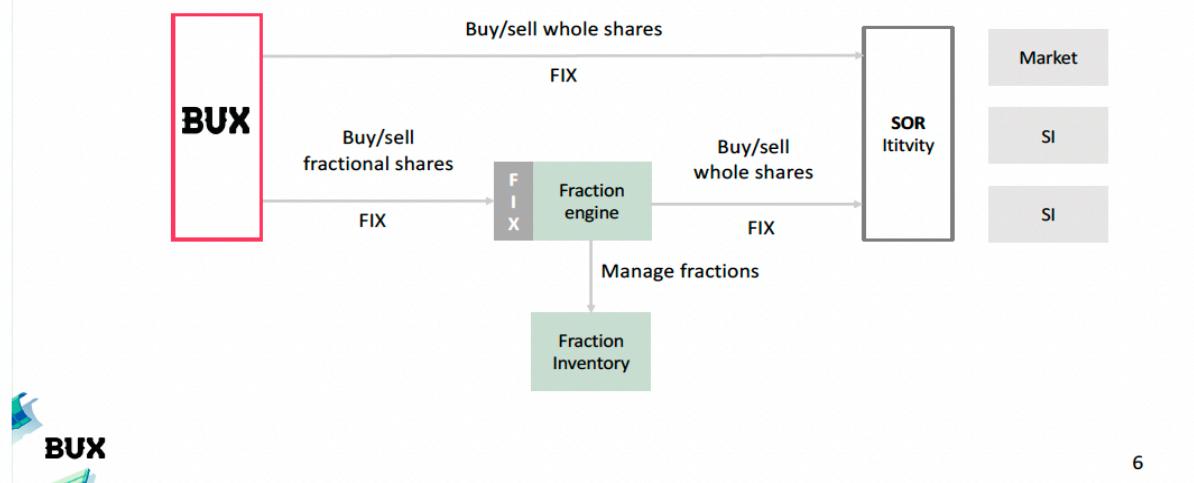
 **Fractional Adoption**

- On average 95% of ETF orders are fractional orders, including Investment Plans
- On average 85% of the stocks are traded fractional (if available for fraction) This percentage still goes up over time.



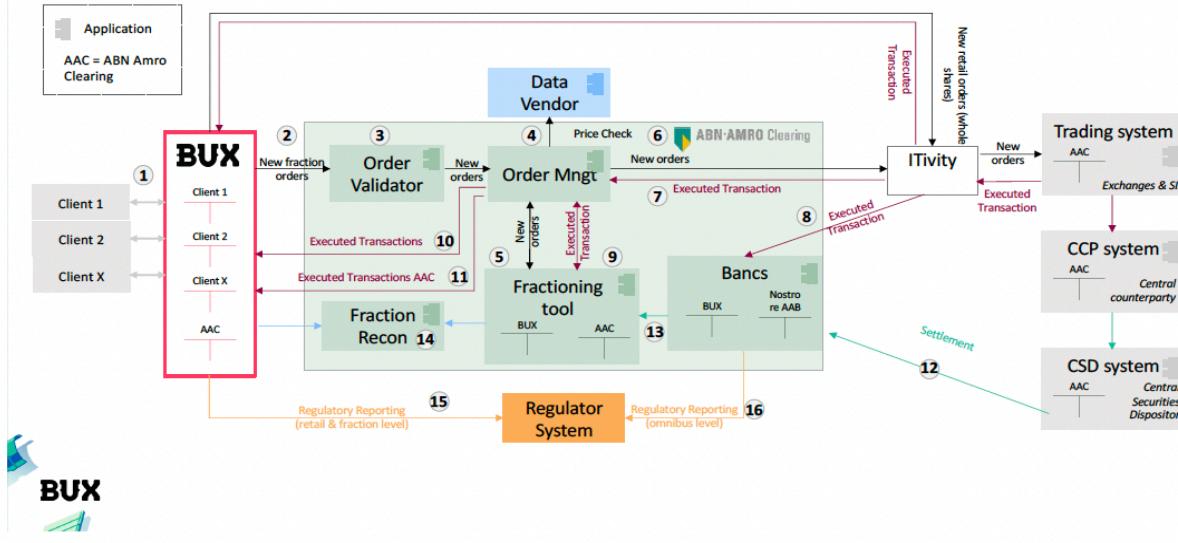


High level overview of existing set up for providing fractional investing



6

Detailed overview of existing set up for providing fractional investing



Detailed overview of existing set up for providing **fractional investing** – cont'

The Basic Flow proceeds in the following steps:

1. Client places Buy order in amount
 2. Order is sent to AAC
 3. Order management checks market prices to assess required quantity in 8 decimals
 4. Available quantity is checked in fraction management
 5. Order manager determines number of whole shares to be bought in market and sends order to Smart Order Router
 6. SOR sends order to Exchange/MTF/SI based on best execution policy
 7. Executed Transaction confirmation is received via Itivity in the OMS
 8. Executed Transaction confirmation is send to the fractioning tool to determine exact fraction with market price and executed fraction transaction is confirmed to OMS
 9. Executed transaction is confirmed to broker
 10. Additional fraction transaction of AACB account is confirmed to broker as executed transaction
 11. Executed Transaction confirmation is received via Itivity in Bancs in the BUX account
 12. Settlement confirmation is received from the CSD in Bancs
 13. Settlement confirmation is sent from Bancs to the Fractioning tool
 14. Fraction reconciliation between fraction tool and Broker
 15. Regulatory reporting on retail level in fractions
 16. Regulatory reporting on Bancs omnibus level

Regulatory Considerations/Reporting

Why trades are executed on a SI via BUX:

Share Trading Obligation (Art. 23 MiFIR):

A broker trade should be executed on a regulated market, MTF, OTF or SI. Fractional trades are not supported by an existing RM/MTF or OTF. Therefore fractional trades are executed via the AACB SI.

MiFID Transaction Reporting:

- AACB assumes the role of principal in the transaction since the BUX order differs from AACB's order to the market. To accommodate this, a standing instruction for AACB Fraction book (acting as BUX's client) has been established. The existing reporting system accommodates decimal numbers in the Quantity field, enabling reporting of fractions.

APA reporting:

- Trades executed on the AACB SI are reported to an APA for post-trade transparency (including US shares)

CSDR reporting:

- AACB reports the fractional transactions as they are not CCP cleared because executed against the fraction book of AACB. Reporting takes place based on number of shares and effective value. Transactions don't have to be reported on an individual basis, they may be netted over ISIN code and transaction date. The buy and the sell are reported both as absolute number of shares and settlement value.



Legal qualifications according to Dutch law

- Fractional shares aren't a legal term. The term 'fraction' usually refers to an entitlement to part of a share. This can be an economic entitlement or an entitlement to a community to which a share belongs. A fraction of a share is non-existent in a civil law sense. There is a share or no share and although there may be an entitlement to part of a share, this entitlement must eventually be reduced to one or more (whole) shares.
- The Dutch law does, however, provide for cash compensation for lost arithmetic fractions of shares in the event of a euro conversion, merger and split. Under these provisions, the fractions of shares do not actually exist, but only serve as an arithmetic basis on the basis of which the financial compensation can be determined. With the amendment to the Wet Giraal Effectenverkeer (hereinafter: Wge) that came into force in 2011, fractions of shares were also brought under the Wge system. In principle, they can also be traded. However, securities within the meaning of the Wge are not shares within the meaning of Book 2 of the Dutch Civil Code. The underlying shares are not fractionated.
- A fraction offered by BUX is not a synthetic or derivative, but it is also not a real stock. It is an (economic) entitlement (to a community for BUX customers to which a share belongs). That entitlement must ultimately be reduced to one or more (whole) shares. So, no access to the AGM if you do not have a whole share, distribution of dividend on the basis of fractions, etc..



ANNEXE 8

Cyprus Securities and Exchange Commission, Circular on Fractionalisation of Shares, 26 septembre 2024

TO : Cyprus Investment Firms (CIFs)
FROM : Cyprus Securities and Exchange Commission
DATE : 26 September 2024
CIRCULAR NO. : C659
SUBJECT : Fractionalisation of Shares

1. PURPOSE OF THIS CIRCULAR

- 1.1. The Cyprus Securities and Exchange Commission ('CySEC') has issued this Circular to provide guidance on the cases where fractional exposure in *shares in companies*, within the meaning of the Investment Services and Activities and Regulated Markets Law, transposing MiFID II¹ ('Shares'² and 'Law 87(I)/2017' respectively), would qualify as exposure in Shares *per se*.
- 1.2. In the case of paragraph 1.1 the investment and ancillary services provided by Cyprus Investment Firms ('CIFs') authorised under Law 87(I)/2017, would qualify as investment and ancillary services relating to Shares and be subject *inter alia* to the Share trading and holding related obligation laid down in Law 87(I)/2017 and in MiFIR³.

2. BACKGROUND INFORMATION

- 2.1. Firms operating under the national laws of Member States of the European Union ('EU') transposing MiFID II, including CIFs ('MiFID II firms'), enabling their clients to undertake fractional exposure in Shares that have been issued under the laws of EU Member States and third countries in non-fractional form, is a relatively new phenomenon that has gained momentum in the context of on-line trading.
 - 2.2. Depending on the details involved, the aforesaid fractional exposure may be achieved either through investments :
-

¹ Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU.

² Section 2(1) of Law 87(I)/2017 and Article 4(44)(a) of MiFID II respectively.

³ Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012.

- i. under trust arrangements which result in fractional beneficial ownership of Shares; or
 - ii. in another financial instrument that tracks the performance of the Shares in Companies in question.
- 2.3. The European Securities and Markets Authority ('**ESMA**') in an effort to shed light on the latter case and the regulatory implications thereof, issued a public statement⁴ dated 28 March 2023 on Derivatives on Fractions of Shares (the '**ESMA Statement**').
- 2.4. The ESMA Statement acknowledged the various structures utilised by MiFID II firms to offer their clients the opportunity to undertake fractional exposure in Shares. The scope of the ESMA Statement was confined to the case of derivatives on fractions of shares.

3. SCOPE OF THIS CIRCULAR

- 3.1. CIFs enabling their clients to undertake fractional investments in Shares, which have been issued under the laws of U Member States and third countries in non-fractional form through trust arrangements, fall under the scope of this Circular.
- 3.2. For the avoidance of doubt CIFs providing investment and ancillary services in fractions of Shares, which have either been created as a result of a corporate action or issued in fractional form under the corporate laws of countries which permit the issuance of shares in fractional form and which are traded as such, are excluded from the scope of this statement. The reason for this exclusion is that the aforesaid qualify as Shares without the need of specific legal structuring (i.e. without the need of fractional ownership of the Shares to be held through trust arrangements).

4. TRUST ARRANGEMENTS FOR FRACTIONAL BENEFICIAL OWNERSHIP

- 4.1. A trust arrangement for fractional beneficial ownership of Shares can be formed where Shares are held by the CIF and two or more parties are the beneficial owners of the Shares.
- 4.2. Under Cypriot Law, a trust arrangement for fractional beneficial ownership of Shares may be established by virtue of a CIF acting as a trustee holding fractions of Shares in trust for the client. This creates a fiduciary relationship between the firm and its client

⁴ Available [here](#).

under which Shares are held in the legal ownership of the CIF but are beneficially owned by the clients in the proportion corresponding to the clients' agreed fractional exposure to the Shares. For the avoidance of doubt such arrangements must always be constructed in a way compliant with the rules governing the holding of financial instruments belonging to clients, laid down in Law 87(I)/2017 as further substantiated by means of CySEC Directive DI87-01 for the Safeguarding of Financial Instruments and Funds belonging to Clients⁵

- 4.3. The trust arrangement should be documented in writing by the CIF putting in place appropriate documentation. For instance the arrangement can be documented in the agreement between the CIF and the client as appropriate. It is clarified that the proportion of beneficial ownership over the Shares conferred to the client (including through sub-custody arrangements) should be reflected in the records of the CIF, which shall serve as evidence of ownership.
- 4.4. Under a trust arrangement for fractional beneficial ownership of Shares, all rights emanating from the Shares should be proportionately conferred to the clients on the basis of their beneficial entitlement in the Shares. Depending on the type of Share in question such rights could include:
 - i. **Voting Rights:** The CIF should ensure and safeguard the effectiveness of the ability of the beneficial owner to exercise voting rights, bearing in mind the corporate laws of the country where the Shares have been issued;
 - ii. **Dividends distribution:** Economic rights evidenced by entitlement to capital distribution such as dividends;
 - iii. **Residual Interest:** Right to participate in the distribution of assets on the winding up of the issuer;
 - iv. **Transferability:** A trust arrangement for fractional interests shall not affect the qualification of whole Shares thereunder as transferable securities, within the meaning of Section 2 of Law 87(I)/2017⁶.

⁵ Transposing Commission Delegated Directive (EU) 2017/593 of 7 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to safeguarding of financial instruments and funds belonging to clients, product governance obligations and the rules applicable to the provision or reception of fees, commissions or any monetary or non-monetary benefits.

⁶ Article 4(44) of MiFID

5. NEXT STEPS

- 5.1. CIFs must⁷ *inter alia* provide, in comprehensible form, clear accurate and non- misleading information to clients and prospective clients on the financial instruments they offer and their services. To this end, financial instruments enabling investors to undertake fractional exposure in Shares, under arrangements that do not constitute trust arrangements shall not be presented and/or treated as Shares.
- 5.2. The provision of investment services in Shares held under such trust arrangement entails the regulatory implications of the Share trading and holding related obligation laid down in Law 87(I)/2017 and in MiFIR, including (but not limited):
 - i. The share trading obligation of Article 23 of MiFIR; and
 - ii. Where the Systematic Internaliser ('SI') definition of Section 2 of Law 87(I)/2017⁸, as further specified in Article 12 of the Commission Delegated Regulation 2017/565⁹ is met, the SI related obligations, of Title III of MiFIR.
 - iii. The obligations relating to safeguarding client assets as laid down in Law 87(I)/2017 and CySEC Directive DI87-01 for the Safeguarding of Financial Instruments and Funds belonging to Clients, transposing the Commission Delegated Directive (EU) 2017/593.

Sincerely,

Panikkos Vakkou
Vice Chairman of Cyprus Securities and Exchange Commission

⁷ In compliance with paragraphs (1), (4a)(ii) and (5) of Section 25 of Law 87(I)/2017.

⁸ Article 4(20) of MiFID II.

⁹ Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 of 25 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive.

¹⁰ Commission Delegated Directive (EU) 2017/593 of 7 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to safeguarding of financial instruments and funds belonging to clients, product governance obligations and the rules applicable to the provision or reception of fees, commissions or any monetary or non-monetary benefits.

ANNEXE 9

*Note établie par France Post Marché, « Régime de fractionnement des instruments financiers »,
11 octobre 2024*

Régime de fractionnement des instruments financiers
Analyses et position de France Post Marché

Document de travail V6 – 11 octobre 2024

INTRODUCTION

La loi visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France (Loi n° 2024-537 du 13 juin 2024 parue au JO n°138 du 14 juin 2024), votée récemment, a introduit une disposition visant à autoriser en France le fractionnement des titres. La mise en œuvre de la réforme est attendue pour mi-2025, via une ordonnance que le gouvernement préparera sur la base d'une recommandation qui lui sera faite par le HCJP (Haut Comité Juridique de Place).

France Post Marché a créé un groupe de travail ad hoc réunissant sur les différentes parties concernées en son sein, pour analyser les modalités de mise en œuvre du fractionnement des titres en France.

Ce document travail présente la position France Post Marché, traduit les analyses et est appelé à s'enrichir au fur et à mesure des contributions.

Le plan du document est le suivant :

A- Synthèse de la position de France Post Marché

B- Présentation du projet et des analyses de France Post Marché

1. La motivation des pouvoirs publics et le projet
2. L'organisation mise en place au sein de FPM
3. L'exemple allemand et les principaux modèles en présence
4. L'expérience de la décimalisation des OPC
5. Les enjeux en termes de développement et de service en France
6. Précisions sur les principes recommandés par FPM
7. Les questions structurantes et adaptations juridiques à prévoir
8. Les questions structurantes et adaptations fiscales à prévoir
9. Les adaptations opérationnelles et impacts sur les métiers titres

C- Annexes

Annexe 1 – L'article de loi

Annexe 2 – Note de cadrage du HCJP

Annexe 3 – AMF : les fractions d'actions : points d'attention et pièges à éviter (27 mai 2021)

Annexe 4 – ESMA : Guidance on fractional shares (23 mars 2023) Annexe 5 — Composition du GT et plan d'actions

Annexe 6 – Caractéristiques juridiques comparées de Trade Republic, Bux et Shares Annexe 7 – Précisions sur Trade Republic

Annexe 8 — Précisions sur BUX

Annexe 9 – Précisions sur Shares

Annexe 10 – Précisions sur Upvest

Annexe 11 – Précisions sur les ordres en montant OPC

Annexe 12 – Caractéristiques fiscales comparées

A - SYNTHESE DE LA POSITION DE FRANCE POST MARCHE

Afin de répondre aux objectifs du gouvernement et aux besoins des investisseurs et en observant les offres proposées à l'étranger, FPM a défini **6 principes** qui visent à définir un régime français concurrentiel et partant du besoin des clients :

Principe 1 – une offre commerciale et un service optionnel pour les intermédiaires financiers

Principe 2 – une organisation sans impact sur les infrastructures post marché

Principe 3 — le nouveau régime doit s'inspirer des standards observés en matière de droit des clients et de protection des investisseurs, et mettre les intermédiaires français dans des conditions de concurrence équitables avec les acteurs étrangers qui fournissent ce service :

Principe 4 –il faut éviter de modifier structurellement le droit des titres

Principe 5 – les clients doivent être informés précisément des limites et risques liés à l'achat et la détention de telles fractions de titres

Principe 6 – une facilité de commercialisation favorable à la compétitivité des établissements français

Voir en 6 - Précisions sur les principes recommandés par FPM

B - PRESENTATION DU PROJET ET DES ANALYSES DE FPM

1. La motivation des pouvoirs publics et le projet

Dans le cadre de la loi visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France (Loi n° 2024-537 du 13 juin 2024 parue au JO n°138 du 14 juin 2024), une disposition autorisant le fractionnement des titres a été adoptée. Cet article 5 ter est passé à l'initiative du gouvernement.

Voir en Annexe 1 – L'article de loi

Les pouvoirs publics pensent que cette disposition pourrait encourager les français à investir en actions et souhaitent développer cette pratique déjà en vigueur chez les e-brokers, notamment en Allemagne où elle connaît un grand succès via des versements programmés sur des titres et ETF. Des néobrokers proposent et connaissent un fort succès sur ce service, y compris à des clients français qui sont nombreux ainsi à ouvrir des comptes à l'étranger auprès de ces acteurs dont l'essentiel intervient à ce jour en libre prestation de service. Il s'agit non seulement d'encourager une innovation favorisant le développement des actions auprès des particuliers, mais également d'un enjeu de compétitivité de Place (éviter que les comptes des investisseurs Français continuent à quitter le territoire national).

Le Haut Comité Juridique de Place (HCJP) est chargé par le gouvernement de préparer un rapport d'ici la fin de l'année. Son avis est attendu sur les conditions juridiques à réunir, notamment du point de vue de la protection de l'investisseur (yc. informations données au client...).

Dans les discussions qui ont eu lieu en amont du projet, les parties prenantes ont observé que le fractionnement était déjà possible juridiquement en France (quand il s'opère via des titres de créances - voir 3. Les principaux modèles en présence), les discussions étant centrées sur les conditions requises en matière de protection de l'investisseur d'une part, et les points d'attention à avoir vis-à-vis du modèle économique des acteurs qui proposent ce service d'autre part (risques liés à des surfaces financières et profitabilités réduites, et de difficultés potentielles à terme, notamment en cas de baisse des marchés).

Voir en Annexe 2 – Note de cadrage du HCJP

A noter que le fractionnement des titres a déjà donné lieu à un article de l'AMF (présentant les différentes formes juridiques que peuvent prendre les fractions d'actions et soulignant les points d'attention et risques pour les investisseurs liés à cette nouvelle pratique de marché) et avis de l'ESMA (précisant les exigences lorsque les fractions de titres sont créées sur le format de produits dérivés).

Voir en Annexe 3 – AMF : les fractions d'actions : points d'attention et pièges à éviter (27 mai 2021)

Voir en Annexe 4 – ESMA : Guidance on fractional shares (23 mars 2023)

2. L'organisation mise en place au sein de FPM

France Post Marché a constitué un groupe de travail ad'hoc pour analyser les enjeux et impacts sur les métiers du post marché et préparer ce mémo de position, avec le support de Frame, l'idée étant de mobiliser les différentes compétences et groupes de travail concernés, ainsi que certains établissements ayant déjà particulièrement étudié le sujet :

- L'Observatoire juridique
- L'Observatoire de la fiscalité
- Le groupe Conservation
- Le groupe Emetteurs
- Le groupe Flux et Stock OPC
- L'AMAFI
- Le groupe Marché Actions
- A compléter

Plusieurs réunions de travail ont eu lieu depuis juillet **aboutissant à la position de France Post Marché décrite en 6. Les principes que FPM recommande, qui a été présentée au HCJP et à l'AMF en septembre.**

[Voir en Annexe 5 – Composition du GT et plan d'actions](#)

3. L'exemple allemand et les principaux modèles

Le succès spectaculaire des plans d'investissement en Allemagne

L'Allemagne se démarque dans le paysage des ETF en Europe pesant 135 des 200 Mds€ d'encours des particuliers sur les ETF (source extraETF), reposant sur le vif succès des savings plans. L'offre de savings plans est apparue en 2010 et permet d'investir des sommes fixes tous les mois sur un ETF préalablement choisi (ex. MSCI World, S&P 500...) sans frais de transaction (car le courtier agrège les ordres).

Entre 2018 et 2023 le nombre de plans est passé de 0,5 à 7,6 millions en Allemagne avec 14 milliards d'euros investis en 2023 sur ces plans, chacun engrangeant en moyenne 165 euros d'investissement par mois.

Partout en Europe, d'autres pays suivent cette tendance, comme l'Italie, l'Espagne, le Royaume-Uni ou les pays nordiques, et le nombre de plans devrait atteindre 32 millions d'ici à 2028, ce qui représentera un volume d'investissement de 650 milliards d'euros selon Blackrock.

Les différentes formes possibles pour les fractions d'actions

Selon notre compréhension et l'analyse de l'AMF et du HCJP (voir articles en annexes 2 et 3), il y a trois formes juridiques possibles pour les fractions d'actions :

- **Des fractions d'actions au sens propre du terme**, soit un investissement en action
Cette détention de « réelles » fractions de titres, repose sur la participation de l'investisseur à une copropriété de certains titres. C'est le cas de **Trade Republic** en Allemagne, où le droit a été adapté pour faciliter cette copropriété.
- **Des titres financiers ou contrats financiers (produits dérivés)** qui varient en fonction de l'évolution du prix de l'actif sous-jacent d'une action ; dans cette mesure, l'investisseur ne

détient pas l'action mais uniquement un instrument financier qui réplique la performance de l'action elle-même. Ces titres ou contrats sont émis par l'intermédiaire (ou un de ses partenaires, broker d'exécution). C'est le cas dominant selon notre compréhension, et celui de Shares par exemple qui ouvre des comptes en droit français détenant des titres émis par Upvest et Alpaca qui exécutent les ordres collectés par Shares.

- **Des fractions d'actions représentant des actions tokenisées** qui peuvent également constituer des produits dérivés. Ce cas possible, n'est pas opérationnel à notre connaissance.

L'analyse comparée de ces différents modèles est la suivante :

Régime	Indivision conventionnelle	Depository receipts - Certificats	Produits dérivés
Impacts opérationnels			
Commercialisation ¹	Réputé non complexe	Produit complexe	Produit complexe
Comptabilisation	Les actions sont inscrites sur un compte titre réputé ouvert au nom de l'ensemble des indivisaires – la quote part de chaque indivisaire doit être matérialisée par ailleurs par l'établissement proposant le service	Les actions sont inscrites en compte au nom de l'intermédiaire / émetteur du certificat — le certificat est inscrit en compte au nom du client.	Les actions sont inscrites en compte au nom de la contrepartie
Risque de restitution des actions « fractionnées »	Chaque co-indivisaire est « propriétaire » de l'action à hauteur de sa quote-part	Risque de crédit sur l'intermédiaire / émetteur du certificat	Risque de crédit sur la contrepartie
Identification des actionnaires	Oui (nom de chaque indivisaire et de l'intermédiaire en tant que mandataire)	Non (action inscrit au nom de l'intermédiaire)	Non (action inscrite au nom de la contrepartie)
Impacts juridiques			
Faisabilité	Complexé — en partant du principe que le recours à une indivision conventionnelle est possible, une attention particulière sera apportée à la rédaction du contrat d'indivision (modalités d'adhésion et de sortie de l'indivision, mandat (actes d'administration et de disposition) et pouvoir de gestion de l'intermédiaire, durée de l'indivision et révocation du gérant, exclusion des régimes des OPC et des sociétés de fait...)	A priori simple (contrat d'émission)	A priori simple (contrat financier)
Droit de vote	Non (sauf mandat donné à l'intermédiaire — une politique de vote pourrait être nécessaire dans ce cas)	Non (l'intermédiaire est actionnaire)	Non (la contrepartie est actionnaire)
Impacts fiscaux			
Neutralité par rapport aux actions entières	Totale	Partielle	Faible
Voir précisions au 8. Les questions et adaptations fiscales			

¹ [Les fractions d'actions : points d'attention et pièges à éviter | AMF \(amf-france.org\)](http://amf-france.org)

On observe que les droits des investisseurs sont assez équivalents pour les modèles observés, les fractions n'étant pas transférables, n'offrant pas de droits de vote, faisant bénéficier le client d'une fraction du dividende / coupon (à préciser le traitement fiscal selon la forme juridique) et une participation aux OST simple seulement dans le meilleur des cas.

Illustration :

	Trade Republic	Bux	Shares
Transférabilité des fractions	Non : Le Client ne peut disposer d'une fraction d'un instrument financier inscrit sur son compte- titres qu'après cession complète du compte-titres concerné ou lors du transfert complet de l'intégralité des titres qu'il détient sur un autre compte-titres.	Non : Transfert des fractions d'actions. Les fractions d'actions ne sont pas transférables. Si le compte est fermé, les fractions d'actions détenues sur le compte devront être liquidées.	Non : les fractions d'actions (i) ne sont pas commercialisables et sont illiquides en dehors de l'Application, (ii) ne sont pas transférables en nature et (iii) ne peuvent être liquidées et leur produit transféré par virement bancaire. Il n'existe donc pas de marché secondaire des fractions d'actions.
OST / Dividende	Les distributions ainsi que les dividendes seront crédités au prorata des fractions détenues. Trade Republic permet au Client de participer à des opérations sur titres pour des fractions de titres lorsque l'opportunité se présente. Les dividendes en espèces, lorsqu'ils sont versés au Client dans le rapport de la fraction comptabilisée sur un titre. Cependant, les fractions de titres ne participent pas à certaines autres opérations sur titres. La conception des opérations sur titres relève de la responsabilité de l'émetteur respectif. Trade Republic n'intervient pas sur ce point.	Des dividendes seront versés aux personnes qui possèdent des fractions d'action. Les paiements de dividendes seront fractionnés sur la base de la fraction d'action détenue, puis arrondis au centime le plus proche.	La détention de vos fractions d'actions vous donne droit au paiement de dividendes au prorata de la fraction d'action entière que vous possédez. Les conditions de versement des dividendes vous sont précisées à l'article 5 des présentes. Les Opérations sur titres sont gérées par nos Brokers d'exécution. Tout Instrument Financier, et notamment les fractions d'actions, ne vous permettront pas nécessairement d'exécuter vos droits sur vos Positions , cela relevant de la discrétion finale et de l'organisation du Broker d'exécution.
Droits de vote	Non : Le Client ne peut exercer aucun droit de vote.	Oui (?) : Droits de vote. Les fractions d'actions n'existent pas en dehors du système de BUX. Cela signifie que BUX arrondira à l'action entière la plus proche le nombre total d'actions éligibles au vote.	Non : Vous avez la possibilité d'exercer des droits de vote en qualité de détenteur d'actions entières uniquement. Ces droits ne s'appliquent pas aux fractions d'actions et vous ne bénéficierez donc pas de droits au prorata de votre détention d'un titre entier, dans le cas d'une détention de fraction d'action
Droit applicable	Droit allemand	Droit néerlandais	Droit français

4. L'expérience de la décimalisation des OPC

La décimalisation des parts de fonds permet depuis une quinzaine d'années de prendre et exécuter des ordres de S/R OPC **en montant** de façon satisfaisante.

La Place s'est organisée pour traiter des quantités décimalisées de parts de fonds. Une action de Place très massive a eu lieu il y a une quinzaine d'années avec une décimalisation accrue des parts de fonds (jusqu'à 5 décimales) qui s'est opérée via une campagne d'OST de décimalisation.

Les teneurs de comptes conservateurs notamment retail prennent des ordres en montant auprès de leurs clients et peuvent émettre des ordres agrégés eux-mêmes en montant auprès des centralisateurs d'OPC.

Le centralisateur calcule la quantité sur la base de la VL précédente (les ordres sont à cours inconnu), ceci générant un « arrondi commercial ».

Cependant, si les processus mis en œuvre peuvent inspirer les acteurs sur certains aspects opérationnels (cas du calcul des quantités de part, de la gestion des écarts d'arrondis...), les mécanismes mis en œuvre se sont avérés très coûteux et impactants pour la Place et chacun des acteurs.

- Les Société de gestion qui sont impliquées doivent définir les modalités de décimalisation dans les prospectus.
- Les systèmes post marché de Place ont été également adaptés (messages SWIFT, système de R/L avec Euroclear, T2S, décimalisation, contrôle et résolution d'écarts de R/L qui sont plafonnés par les règles de gestion de T2S...).
- Le processus est relativement complexe également au sein des TCC et centralisateurs (ex : gestion de comptes « d'arrondis » portant les écarts d'arrondis qui sont régularisés périodiquement, et des écarts liés à la globalisation des ordres...).

A noter également qu'il y a quelques années Euronext avait voulu lancer une solution d'exécution de parts de fonds en Bourse, laquelle n'a pas connu de succès et a été arrêtée. Une des principales limites était que les brokers mobilisés dans le cadre du traitement des ordres sur les parts de fonds ne savaient pas gérer les décimales.

Les professionnels de France Post Marché déconseillent très vivement de reproduire un tel modèle surdimensionné dans sa complexité pour traiter les fractions de titres.

Voir en Annexe 11 – Précisions sur les ordres en montant OPC

5. Les enjeux en termes de développement

Pour répondre aux besoins du marché, notamment à destination des jeunes investisseurs ont une appétence pour ce type d'offres de services, il est important que le régime français qui sera créé permette aux acteurs français d'offrir le service dans des conditions de compétitivité satisfaisantes.

Le prix des services très bas que les néo brokers ont installé sur le marché ne permet pas d'envisager des solutions coûteuses dans leur fonctionnement, et donc non compétitives.

Le pire des scénarii serait de développer un dispositif coûteux et hors marché, qui ne serait souscrit en définitive par aucun investisseur français, lesquels continueraient à intervenir en libre prestation de service comme aujourd'hui.

6. Précisions sur les principes recommandés

Objectif proposé : définir un régime français concurrentiel et partant du besoin des clients

Principe 1 – une offre commerciale et un service optionnel pour les intermédiaires financiers

- le fractionnement doit être une offre de service que certains établissements peuvent mettre en œuvre sans obliger les autres acteurs à en faire de même ;
- le fractionnement ne peut être décidé par les investisseurs et émetteurs.

Principe 2 – une organisation sans impact sur les infrastructures post marché

- le fractionnement est réalisé par l'intermédiaire financier (et ses partenaires pour l'exécution et le traitement) qui offre le service à ses clients, le(s)quel(s) gère(nt) la « transformation » entre fractions et titres entiers ;
- les échanges sur les infrastructures post marché (CCP, CSD) sont uniquement en parts entières et ne sont pas modifiés ;
- les établissements qui décident de ne pas offrir le service ne sont pas impactés par la mise en place de ce nouveau régime.

Principe 3 – le nouveau régime doit s'inspirer des standards observés en matière de droit des clients et de protection des investisseurs, et mettre les intermédiaires français dans des conditions de concurrence équitables avec les acteurs étrangers qui fournissent ce service :

- pas de participation aux AG ni de droits de vote sur les fractions ;
- pas de transférabilité des fractions ;
- pas d'OST optionnelle, et un traitement des OST simples à la main des établissements et en fonction de leurs offres commerciales ;
- pas de nominatif (valeurs essentiellement nominatives non éligibles au service, et pas de conversion possible au nominatif des fractions d'actions sur les valeurs occasionnellement nominatives)

Principe 4 – il faut éviter de modifier structurellement le droit des titres :

- en l'état actuel du droit, il est possible pour les acteurs français de créer de telles offres en France dans le cadre du modèle des titres de créance, le modèle dominant très majoritairement actuellement ;
- quelle que soit la forme juridique appliquée, la fiscalité des fractions d'actions devrait être homogène avec celle des titres entiers ;
- les effets exhaustifs de l'utilisation d'un modèle de copropriété de titres comme appliqué en Allemagne ne sont pas connus à ce jour (aspects opérationnels, de commercialisation, de fiscalité, d'information de l'investisseur, de faisabilité juridique...).

Principe 5 – les clients doivent être informés précisément des limites et risques liés à l'achat et la détention de telles fractions de titres, notamment :

- la forme juridique des fractions ;
- la nature et la localisation des acteurs impliqués dans la fourniture du service ;
- les risques sur l'émetteur éventuel ;
- les modalités et limites pour céder les fractions.

Principe 6 – une facilité de commercialisation favorable à la compétitivité des établissements français

- des exigences dans le processus de vente / souscription comparables à celles des actions ;
- simplicité du produit pour le client (exemple : possibilité d'afficher des positions agrégées titres + fractions) ;
- simplicité du dispositif dont le prix de revient encourage les réseaux et acteurs français à déployer l'offre auprès de leurs clients.

7. Les questions et adaptations juridiques

Quelles adaptations du droit des titres et des conventions clients ?

- Quelle(s) forme(s) juridique pour les fractions ? Plusieurs formes (ex. copropriété, droit de créance...) ?
- Comment détenir des fractions ? Seront-elles intégrables au CTO / PEA / PER compte-titres ?
- Comment définir les restrictions et limites ?
 - 1/ types d'ordres (ex. plans d'investissements programmés, ordres simples ?)
 - 2/ périmètre de titres offert au fractionnement
 - 3/ les devises
- Quelle évolution ? (quid des stocks si un intermédiaire décide d'arrêter le service sur une valeur ?)
- Quelles exigences et conséquences en terme de facturation et de règles relatives à la facturation ?

[Voir en Annexe 6 – Caractéristiques juridiques comparées](#)

8. Les questions et adaptations fiscales

L'exposé des motifs de l'amendement adopté dans le cadre de la loi attractivité comporte les passages suivants :

« Le fractionnement d'instruments financiers constitue une innovation financière et juridique qui permet de dépasser cette difficulté en permettant aux épargnants d'investir des faibles montants (potentiellement à partir d'un euro) pour acquérir une quotité d'actions, d'obligations ou de parts de fonds inférieure à 1. Ces fractions d'actions lui permettent de bénéficier des mêmes droits qu'un actionnaire détenant un titre plein, à ceci près que la performance, le risque et les dividendes sont proportionnelles à la quotité du titre acquis. »

« Le droit français pose néanmoins un principe d'indivisibilité qui nécessite de développer des règles spécifiques au fractionnement d'instrument fractionnés. Cette situation implique de modifier une série de dispositions du Code de commerce et du Code monétaire et financier pour préciser la façon dont elles s'appliquent aux instruments financiers fractionnés, en veillant à ce que le cadre juridique applicables aux instruments fractionnés épouse les règles applicables à ceux de quotité unitaire, ce qui justifie le passage par une ordonnance. »

Même si le constat selon lequel les fractions d'actions permettent bénéficier des mêmes droits que les actions entières doit être nuancé (absence de droit de vote par exemple), il semble possible d'en déduire un principe de neutralité fiscale entre les fractions d'actions et les actions entières, pour éviter que l'objectif poursuivi par la création des fractions d'actions (favoriser l'investissement en actions de petits épargnants) ne soit empêché par des dispositions fiscales défavorables à ces épargnants, ou au contraire détourné par d'autres acteurs cherchant à bénéficier d'un effet d'aubaine lié à des dispositions fiscales éventuellement plus favorables.

Par ailleurs, le régime fiscal des fractions d'actions sera dépendant de leur régime juridique. A cet égard, trois régimes semblent envisageables selon les travaux de l'AMF (le deuxième se subdivisant en deux régimes) :

- L'assimilation des fractions d'actions à un investissement en action,
- Les titres financiers ou contrats financiers (produits dérivés) qui varient en fonction de l'évolution du prix de l'actif sous-jacent d'une action ; dans cette mesure, l'investisseur ne détient pas l'action mais uniquement un instrument financier qui réplique la performance de l'action elle-même. Ce régime se subdivise en deux possibilités :
 - Les actions fractionnées pourraient être assimilées à des titres de créances en vertu de l'art. L. 213-0-1 du Code monétaire et financier (titres financiers) Elles pourraient

- ainsi être assimilées aux « Depository receipts » connus en droit américain (infra pt. 6), connues sous le nom de « certificats représentatifs » selon la directive « MIF 2 » .
- o Elles pourraient aussi être qualifiées de contrats financiers : elles s'apparenteraient à des contrats de vente à terme d'actions dits « prépayés » (« prepaid forwards »), au sens de l'article L. 211-1 III du Code monétaire et financier.
- Les fractions d'actions représentant des actions tokenisées qui peuvent également constituer des produits dérivés. Dans la mesure où ce cas semble aujourd'hui théorique et non opérationnel, nous l'écartons de l'analyse fiscale à ce stade.

Après analyse des trois qualifications restantes (assimilation des fractions aux actions entières, assimilation aux « depositary receipt » ou assimilation à un contrat financier) au regard de l'imposition des dividendes, de l'imposition des plus-values, de l'éligibilité au PEA, de l'application de la TTF et des droits d'enregistrement, et des obligations déclaratives des établissements (IFU) et des épargnants, les premières conclusions suivantes semblent pouvoir être tirées.

D'un point de vue fiscal, l'assimilation des fractions d'actions à des actions entières serait probablement la solution permettant le mieux de préserver la neutralité fiscale entre fractions d'actions et actions entières, et de garantir un régime fiscal simple pour les épargnants.

La qualification de « depositary receipt » préserverait globalement la neutralité fiscale mais pourrait présenter des difficultés pratiques (notamment concernant les retenues à la source sur les dividendes et le PEA)

La qualification de contrats financiers permettrait un régime fiscal plus favorable en matière de retenue à la source et de TTF, mais l'éligibilité des fractions au PEA serait probablement très compromise. Des traitements spécifiques dans l'IFU seraient nécessaires. Cette qualification pourrait donc rompre la neutralité fiscale entre fractions d'actions et actions au détriment des petits épargnants résidents (avec au contraire un risque d'effet d'aubaine pour certains acteurs).

L'analyse détaillée peut être consultée en annexe 12

[**Voir en Annexe 12 – Caractéristiques fiscales comparées**](#)

9. Les questions et adaptations opérationnelles

Adaptations opérationnelles	
1/ Prise d'ordres en montant, transformation et exécution	
Prise d'ordres en montant	<p>Comment traiter les ordres en montant et les transformer en ordres ?</p> <p>Les règles doivent prendre en considération les frais, la TVA, sur un titre ou un panier de titres ?</p> <p>Quid des arrondis et rompus ?</p> <p>Les règles d'arrondis doivent-elles être uniques et normées ou à la main de chaque établissement ?</p> <p>Ces mécanismes existent déjà pour les OPC.</p>
Exécution des ordres, transformation et gestion des comptes de fractionnement	<p>Quelle organisation pour transformer et exécuter ?</p> <p>Quels rôles, processus, exigences pour les TCC donneurs d'ordres, brokers, plateformes d'exécution ?</p> <p>La transformation aboutit à mettre l'intermédiaire donneur d'ordres et le broker en situation de prendre position sur les quantités de titres complétant les fractions pour aboutir à des quantités entières (i.e. « compte de fractionnement »).</p> <p>Quel statut / agrément faut-il pour réaliser ce service ? (i.e. exécution pour compte de tiers ?)</p>
2/ Conservation et droits attachés à ces fractions de titres	
Conservation Emetteurs	<p>Quels droits et règles pour la détention des fractions ?</p> <p>OST ? Assemblées Générales ? Transfert ?</p> <p>Les règles peuvent différer selon que la fraction est reconnue spécifiquement par le droit des titres ou que la fraction est une créance. Quels impacts sur le nominatif ?</p> <p>Quels impacts et connaissance pour les émetteurs ?</p>
Data	<p>Comment référencer et valoriser les fractions de titres ?</p> <p>Les fractions sont valorisées selon les mêmes règles que le titre entier. Dans certains cas observés, les professionnels peuvent être appelés à créer des codes spécifiques (ISIN pour la part entière ; QS pour la fraction).</p> <p>Combien de décimales faut-il prévoir ?</p> <p>Faut-il un DIC sur la fraction ? (c'est le cas pour Shares par exemple)</p>
Reportings clients et réglementaires	<p>Comment restituer les positions aux clients ?</p> <p>Quels besoins en matière de reporting réglementaire ?</p> <p>Les positions fractionnées sont agrégées aux positions entières pour présenter un total (avis d'opérés, relevés de portefeuilles...).</p> <p>Quels reportings réglementaires doivent intégrer les positions sur les fractions ? (RDT ? APA ? CSDR ?...)</p>

C - ANNEXES

Annexe 1 – L’article de loi

Annexe 2 – Note de cadrage du HCJP

Annexe 3 – AMF : les fractions d’actions : points d’attention et pièges à éviter (27 mai 2021)

Annexe 4 – ESMA : Guidance on fractional shares (23 mars 2023)

Annexe 5 – Composition du GT et plan d’actions

ANNEXE 10

Note établie par Euronext, « Réplication du trading fractionné avec des certificats », 11 avril 2025

From Alexandre ATLANI

Date 11 avril 2025

Subject RéPLICATION DU TRADING FRACTIONNÉ AVEC DES CERTIFICATS

Principe général

Les Warrants & Certificats (W&C) sont des produits financiers, émis sous la forme de titres de créances par des institutions financières, et cotés en bourse depuis plus de 30 ans (1989 - année d'émission du premier Warrant par Société Générale). Ils permettent prendre des positions sur un actif sous-jacent (comme une action ou un ETF) sans pour autant l'acheter directement.

Chaque W&C a un ratio (ou parité), défini à l'émission par l'émetteur et qui peut être différent pour chaque produit. Un ratio de 1000:1 signifie qu'il faut 1000 certificats pour répliquer l'équivalent d'un actif sous-jacent. En d'autres termes, en achetant un seul W&C, l'investisseur réplique alors un investissement d'un millième de l'actif sous-jacent.

Modèle de réPLICATION DU TRADING FRACTIONNÉ AVEC DES CERTIFICATS

Les W&C sont toujours négociés en unités entières. Mais en fonction de la quantité négociée, qui peut être inférieure au ratio et n'est pas limitée à des multiples du ratio, il est possible de répliquer de l'investissement fractionné sur le sous-jacent sans pour autant ne jamais négocier l'actif sous-jacent de manière fractionnée.

W&C et dividendes

Les W&C qui payent un dividende, ou un coupon égal au dividende ajusté au ratio, sont rares.

- Pour les W&C qui ont une date de maturité (généralement jusqu'à 18-24 mois max) et sont de type européen (exercés qu'à leur échéance), les dividendes qui sont anticipés jusqu'à la maturité du W&C sont déjà pris en compte dans le prix du W&C.
- Pour les W&C sans date de maturité ou les produits de type américain (exercés à tout moment), leurs prix ne prennent pas en compte d'anticipation de dividende. Ainsi, leurs prix sont impactés directement à chaque détachement de dividende de l'actif sous-jacent.
Pour pallier à cet effet, certains W&C peuvent payer un coupon équivalent au dividende ajusté au ratio (mais cela est rare car souvent plus coûteux que le coupon lui-même).
- Sur d'autres W&C les dividendes (ajusté au ratio) peuvent être réinvestis dans le W&C. Dans ce cas, chaque W&C prend de la valeur, et le ratio est donc réduit à chaque réinvestissement de dividende.

Pour toutes ces raisons, le plus fréquemment, les W&C ne payent pas de dividendes.

W&C et droits de vote

Les W&C qui ne confèrent aucun droit de vote à leur détenteur.

W&C et titres sous-jacents

Lorsque qu'un émetteur de W&C vend des W&C de type Call (position haussière), il doit couvrir sa position en achetant, entre autres, des actifs sous-jacents. La quantité d'actifs sous-jacent à acheter dépend :

- De la quantité de W&C vendus
- Du ratio du W&C
- Du Delta⁴ du W&C

Dans le cas où le trading fractionné serait répliqué via des certificats, les certificats en question (« certificats tracker ») ont un Delta toujours égal à 100%.

Ainsi, l'émetteur du certificat, achètera donc une action pour chaque 1000 certificats qu'il aura vendus.

Conversion des certificats en actions

Dans le modèle de réplication du trading fractionné proposé, il est recherché en outre une conversion des certificats (lorsque leur nombre atteint la quotité) en action ou ETF sous-jacent. Ceci doit être initié par l'investisseur ou de préférence par son intermédiaire (si cela a été contractualisé entre l'intermédiaire et l'investisseur dans le cadre d'un plan d'investissement programmé par exemple).

Plusieurs modes de conversion des certificats en actions peuvent être envisagés :

1. Revente des certificats et achats des actions

Lorsqu'un investisseur détient au moins 1000 certificats, il peut décider d'en revendre 1000 (ou multiple de 1000) à l'émetteur ou tout autre investisseur qui serait positionné à l'achat dans le carnet d'ordres au même moment.

L'investisseur pourra alors utiliser les capitaux reçus lors de la vente des certificats pour acheter la ou les actions correspondantes.

Attention :

- Si les certificats ne sont pas admissibles au PEA, en cas de plus-value sur la vente des certificats, l'investisseur devra alors payer l'impôt sur le revenu et des prélevements sociaux. Il pourra alors ne plus avoir assez de capitaux pour acheter la ou les actions correspondantes.
- Si l'émetteur doit racheter un très grand nombre de certificats au même instant, il devra alors revendre au même moment un très grand nombre d'actions (qu'il avait achetées pour couvrir sa position). Si cette vente d'une importante quantité d'actions peut affecter même temporairement le cours de l'action sous-jacente, l'émetteur ne pourra pas racheter tous les certificats au même prix. Ainsi, même sans prendre en compte la fiscalité des potentielles plus-values sur la vente des certificats, l'investisseur pourrait manquer de capitaux pour acheter la ou les actions correspondantes à la vente des certificats.

⁴ Le Delta exprime la sensibilité, ajusté au ratio, d'un W&C (ou d'un produit dérivé en règle générale) à la variation d'une unité monétaire du prix de l'actif sous-jacent. Ainsi, pour un W&C de ratio 10 : 1 et de Delta 45%, lorsque le prix du sous-jacent varie de 1,00€, le prix du W&C varie de : 1,00€ * 45% / 10

2. Echange (swap) des certificats pour des actions

Lorsqu'un investisseur détient au moins 1000 certificats, il peut décider d'en échanger 1000 (ou multiple de 1000) contre une (des) action(s) avec l'émetteur.

Dans les faits, cet échange se décompose en une transaction sur les certificats et une transaction sur la ou les actions correspondantes.

A l'inverse de l'option précédente, si l'émetteur est certain de pouvoir revendre au même prix toutes les actions qu'il avait achetées pour couvrir sa position, il pourra également racheter tous les certificats au même prix.

En cas d'échange (ou de swap), il faut alors garantir que les 2 transactions auront lieu entre les deux mêmes contreparties.

Attention :

- Plus-value imposable. Si les certificats ne sont pas éligibles au PEA, toute plus-value réalisée à la vente des certificats est soumise à l'impôt sur le revenu et aux prélèvements sociaux, ce qui peut limiter la capacité de l'investisseur à acheter les actions correspondantes.

3. Exercice en cash des certificats et achat des actions

Si le prospectus d'émission des certificats prévoit un exercice en « cash settlement », lorsqu'un investisseur détient au moins 1000 certificats, il peut décider de demander à l'émetteur l'exercice de 1000 (ou multiple de 1000) certificats. Il recevra alors un montant équivalent au cours de l'action (en général égal au cours de clôture de l'actif le jour de l'exercice).

L'investisseur pourra alors utiliser les capitaux reçus à la suite de l'exercice des certificats pour acheter la ou les actions correspondantes.

Attention :

- Le délai pour recevoir les capitaux à la suite de l'exercice peut être long (de plusieurs jours à 2 ou 3 semaines). Entre la demande d'exercice et la réception des fonds, le cours de l'actif sous-jacent pourrait avoir varié à la hausse, nécessitant alors des fonds supplémentaires pour acheter la ou les actions correspondantes.
- Plus-value imposable. Si les certificats ne sont pas éligibles au PEA, toute plus-value réalisée à l'exercice des certificats est soumise à l'impôt sur le revenu et aux prélèvements sociaux, ce qui peut limiter la capacité de l'investisseur à acheter les actions correspondantes.

4. Exercice physique des certificats pour des actions

Si le prospectus d'émission des certificats prévoit un exercice en « physical settlement », lorsqu'un investisseur détient au moins 1000 certificats, il peut décider de demander à l'émetteur l'exercice de 1000 (ou multiple de 1000) certificats. Il recevra alors la ou les actions correspondantes de la part de l'émetteur.

Attention :

- Si les certificats ne sont pas éligibles au PEA, fiscalement, ce cas de figure est beaucoup plus complexe. En effet, les certificats seraient acquis hors PEA mais l'action reçue en cas d'exercice physique pourrait être transférée voire reçue directement dans un PEA. Comment et quand calculer/fiscaliser une plus value entre une opération hors PEA et une opération dans le cadre d'un PEA ?
- S'il avait pu acheter des fractions d'action dans le PEA, l'investisseur n'aurait pas eu à payer d'impôt sur le revenu ou de prélèvement sociaux tant qu'il ne sortait pas de fonds du PEA.

5. Conclusion

Notre recommandation se porte sur la solution 2 car :

- C'est la plus automatisable :
 - Via la messagerie Optiq déjà utilisée entre Euronext et tous les membres de marché, il est possible aux intermédiaires financiers de transmettre les ordres de vente des certificats et d'achat des actions/ETFs sous-jacent et en garantissant que les 2 transactions auront bien lieu entre les deux mêmes contreparties.
 - A l'inverse, il n'existe pas de système électronique de transmission des demandes d'exercice (physique ou en cash) généralisé aux émetteurs de certificats et les intermédiaires financiers, comme cela serait nécessaire pour les solutions 3 et 4.
- C'est celle qui pourra garantir un échange parfait entre une quotité de certificats et un titre sous-jacent (sans risque pour l'investisseur de manquer de fonds suite à la vente des certificats comme cela pourrait arriver dans la solution 1)

En revanche, le déploiement de la solution 2 nécessite que les certificats soient éligibles au PEA pour éviter le frottement fiscal.

Certificats et fiscalité

Comme présenté dans chacune des options de conversion ci-dessus, si les certificats ne sont pas éligibles au PEA, les plus-values réalisées sur les certificats seront soumises à l'impôt sur le revenu et aux prélèvements sociaux, ce qui réduit le montant disponible pour acheter les actions correspondantes.

Dans le cas d'un exercice physique, la situation semble si complexe que les investisseurs particuliers risquent de ne pas savoir quelle fiscalité appliquer et quand.

À l'inverse, avec du véritable trading fractionné dans le cadre d'un PEA, il n'y aurait pas d'impôt tant qu'aucun retrait n'est effectué. Et un retrait du PEA ne donnerait lieu qu'à des prélèvements sociaux.

Un changement du Code Monétaire et Financier, Article L221-31 §2, semble donc nécessaire afin d'autoriser les certificats au PEA.

W&C et post-trade

Bien que chaque W&C ne représente qu'une fraction d'un actif sous-jacent, chaque W&C est une unité entière. La compensation et le règlement-livraison des W&C se font donc de manière classique et de la même façon que pour les actions (entières) elles-mêmes.

Certificats et règlementation

Le type de certificats utilisés pour la réplication du trading fractionné existe depuis près de 30 ans. Il s'agit de certificats trackers émis à partir d'un prospectus de base, avec des termes & conditions et des KIDs, et classés sous MiFID II comme Dérivés Titrisés (Securitised Derivatives).

Certains courtiers ont soulevé que cette classification en Securitised Derivatives pourrait être un frein à l'adoption de la réplication du trading fractionné avec les certificats :

- Tests d'adéquation :

Avant d'autoriser leurs clients à négocier des securitised derivatives, les intermédiaires financiers doivent faire passer à chaque client un test d'adéquation.

Bien que la plupart de leurs clients puissent passer les tests d'adéquation pour des investissements en actions (entières ou fractionnées), seul un nombre restreint d'investisseurs passera les tests d'adéquation pour les securitised derivatives. Les autres ne seront alors pas autorisés à négocier ces produits, y compris les certificats utilisés pour la réplication du trading fractionné.

- Marketing / Promotion :

Le marketing/promotion des securitised derivatives est très encadré, et souvent restreint et/ou restrictif. Les avertissements doivent mentionner les risques de tous les produits, y compris ceux afférents aux produits les plus complexes/risqués.

Toute promotion du trading fractionné avec des certificats devrait suivre ces mêmes règles et serait donc bien plus restreinte et/ou restrictive qu'une communication équivalente mais pour du trading fractionné via un autre mécanisme. Et ce alors que les certificats concernés ne comportent aucune conditionnalité ou optionalité.

Un assouplissement des règles concernant le marketing/promotion des certificats de réplication du trading fractionné devrait être envisagé afin qu'elles soient quasi alignées avec les règles de marketing/promotion du trading fractionné via d'autres modèles.

ANNEXE 11

Note établie par Emilie MAZZEI et Vincent MALASSIGNÉ sur le droit américain 7 mars 2024,

Groupe de travail du HCJP sur les fractions d'action
Réunion du 7 mars 2024

Note sur le droit américain
Emilie Mazzei et Vincent Malassigné

La présente note envisagera successivement la qualification juridique des fractions d'action en droit US (I), celle des *American Depositary Receipts* (II) et enfin les éléments de comparaison entre ces deux techniques qui seraient susceptibles d'intéresser les travaux du présent groupe (III).

I – Qualification juridique des fractions d'action en droit US
Emilie MAZZEI

Aux États-Unis, les fractions d'action ne sont pas considérées à ce jour par la réglementation comme une catégorie distincte de titres financiers, mais véritablement comme des portions d'actions dont elles sont un *split*, sans création d'un nouveau titre ou d'un produit dérivé.

Ainsi, si la Securities and Exchange Commission (SEC) n'a pas émis de règlement spécifique qui traite exclusivement des actions fractionnées, elle reconnaît néanmoins leur existence et fournit des orientations sur leur utilisation via des bulletins pour les investisseurs. En particulier, un Bulletin d'information, publié le 09 novembre 2020, sur le site internet de la SEC (*Fractional Share Investing – Buying a Slice Instead of the Whole Pie*)¹ définit la fraction d'action comme suit :

“A fractional share is when you own less than one full share of a stock or other security.”

Autrement dit, la SEC considère de façon pragmatique, que la fraction d'action n'appelle pas à une qualification juridique différente de celle de son sous-jacent. La fraction d'action n'est donc ni considérée comme un titre de créance se distinguant de l'action en elle-même, ni comme un contrat financier, ou un produit dérivé.

Ce principe selon lequel le fractionnement des actions ne donne pas lieu à la création de nouveaux titres se base sur une décision du Second Circuit de 1979² (*Abrahamson v. Fleschner*,). Cette décision du Second Circuit appliquant les dispositions de la Section 10(b) et de la Rule 10b-5, issues du *Securities Exchange Act* de 1934³, précise que *“before changes in the rights of a security holder can qualify as the ‘purchase’ of a new security under Section 10(b) and Rule 10b-5, there must be such significant change in the nature of the investment or in the investment risks as to amount to a new investment.”*

Il résulte de cette jurisprudence qu'un changement dans les droits d'un détenteur de titres n'est considéré comme l'achat d'un nouveau titre qu'en cas de changement significatif dans la nature de l'investissement ou des risques associés. A contrario et si le changement dans la nature de l'investissement ou les risques qui y sont associés est insignifiant, il n'y a pas d'achat ou de vente d'un nouveau titre. Le cas d'espèce concernait un investissement en gestion sous mandat. Le principe a par la suite été appliqué au principe de fractionnement des actions.

La question a été ainsi de savoir si le fractionnement de l'action constitue un changement significatif de nature à créer un nouveau titre financier.

¹ Investor Alerts and Bulletins *Fractional Share Investing – Buying a Slice Instead of the Whole Pie* - 9 Novembre 2020

² 568 F.2d 862 (2d Circ. 1977)

³ Pub. L. Tooltip Public Law (United States) 73–291, 48 Stat. 881, enacted June 6, 1934, codified at 15 U.S.C. § 78a et seq.

Il a alors été considéré par la doctrine, et par les autorités de régulations américaines (cf. Bulletin d'information SEC susmentionné) que le mécanisme de fractionnement n'est pas de nature à donner naissance à un nouveau titre, différent de l'action objet de ce fractionnement. La fraction d'action n'a donc pas de qualification juridique propre et ne donne pas lieu à la naissance d'un nouveau titre financier.

II – Qualification juridique des *American Depository Receipts (ADRs)*⁴

Vincent Malassigné

Brève présentation et origines de la technique des DRs – Les *depositary receipts* sont couramment définis comme des « certificats représentatifs » d’actions et, plus largement, de titres (de créance ou de capital) qui ont été préalablement émis par des sociétés étrangères, c’est-à-dire dont le siège social se trouve dans un État autre que celui du siège de la banque émettrice des DRs⁵.

Les premiers DRs furent créés il y a près d’un siècle par la banque américaine JP Morgan afin de représenter des actions émises par une société anglaise⁶. C’est ainsi que naquirent les DRs les plus connus et les plus répandus à ce jour, à savoir les *American depositary receipts* ou ADRs.

Les ADRs sont autrement dit des instruments financiers créés par des banques ayant leur siège dans un État donné, les États-Unis, qui sont réputés « représenter » d’autres titres – principalement des actions – émis par des sociétés étrangères, par exemple des sociétés du CAC 40. Les ADR ont alors permis aux investisseurs institutionnels américains d’investir dans des titres émis dans les pays émergents et, plus largement, de contourner l’obligation qui leur était faite par le droit américain de détenir une proportion minimale de titres émis par des émetteurs américains.

Par conséquent, les DRs constituent une modalité alternative et tout à fait particulière de « détention indirecte » d’actions étrangères par des non-résidents. Plutôt que d’acquérir « directement » une action émise par une société française, un investisseur américain acquiert un autre titre – un *American Depository Receipt* émis par une banque américaine – qui est américain et libellé en dollars US, ce titre étant réputé représenter une action française ou une fraction d’action française ou encore un multiple de celle-ci.

Coexistence de deux titres financiers distincts. Il est essentiel de comprendre qu’un ADR constitue un titre financier à part entière, distinct de l’action représentée. Un ADR désigne en effet deux « éléments », à l’instar de tout *Security* ou titre financier.

- Il renvoie tout d’abord à un « certificat » – un *instrumentum* – qui « représente », « matérialise » ou « incorpore », selon les analyses en présence, un droit, c’est-à-dire un *negotium*. C’est le « *Receipt* » au sens strict.
- Mais un ADR désigne ensuite et surtout un droit. Or, contrairement aux apparences, ce droit ne correspond pas à l’action émise par la société étrangère. Il s’agit d’un ensemble de prérogatives nées de la conclusion d’un contrat conclu entre l’investisseur – le porteur de l’ADR – et la banque américaine dite « dépositaire ». Le porteur d’un ADR est donc titulaire d’un faisceau de prérogatives, dénommé *American Depository Share*⁷, qu’il pourra exercer à l’égard de la banque.

Ainsi, la définition retenue du terme « *Security* » à l’article 2, a, 1, du *Securities Act* américain de 1933 intègre les certificats représentatifs d’actions de manière plus ou moins claire, ce que confirme la SEC dans l’étude qu’elle a consacrée aux ADRs⁸.

⁴ Les présents éléments sont tirés des fruits de recherches débutées dans le cadre d’une thèse (Vincent Malassigné, *Les titres représentatifs – Essai sur la représentation juridique des biens par des titres en droit privé*, préf. A. Ghozi, Dalloz, 2016) et poursuivis dans un article (Vincent Malassigné, « Les *Depositary receipts* », *Bulletin Joly Bourse* janvier-février 2017, p. 24-38).

⁵ Dir. n° 2014/65/UE, 15 mai 2014, concernant les marchés d’instruments financiers (dite MiFID 2), art. 4.1, 45).

⁶ SEC « Investor Bulletin : American Depository Receipts », www.sec.gov/investor/alerts/adr-bulletin.pdf.

⁷ V. SEC Code of federal regulations (CFR), Title 17, § 240.12b-2 « Definitions » : « Depository share. The term “depository share” means a security, evidenced by an American Depository Receipt, that represents a foreign security or a multiple of or fraction thereof deposited with a depository ».

⁸ SEC, « ADR Concept Release », *Register Federal*, vol. 56, n° 104, 30 mai 1991, p. 24421 et s., spéc. p. 24426 et 24430.

On relèvera que les Règles – harmonisées – de marché d'Euronext insistent également sur la coexistence de deux titres différents en définissant un *Depositary Receipt* comme un : « *Titre incorporant la titularité de droits spécifiques attachés à un titre sous-jacent, émis par une entité autre que l'émetteur du titre sous-jacent* ».

La société émettrice des actions représentées n'a donc pas la qualité d'émetteur des ADRs, contrairement à ce que certaines dispositions suggèrent. Tout au plus cette société peut-elle « parrainer » l'émission des ADRs, ce qui est différent.

Coexistence de deux types de programmes d'émission d'ADRs – Il existe en effet deux types de programme d'émission d'ADRs, selon que la société émettrice des actions représentées participe ou non à l'opération en « parrainant » l'émission des ADRs.

- L'émission des ADRs sera qualifiée de « sponsorisée » si elle s'effectue à l'initiative conjointe de la société émettrice des actions représentées et de la banque dite « dépositaire ». Un contrat sera alors conclu entre ces deux acteurs et dont l'objet est notamment d'organiser l'exercice du droit de vote attaché aux actions représentées par les investisseurs américains ayant souscrit ou acquis les ADRs.
- L'émission des ADRs sera qualifiée de « non sponsorisée » si elle s'effectue à l'initiative exclusive d'une banque américaine.

Les obligations de conservation et de restitution des actions représentées de la banque Depositary. Enfin, dans le cadre d'un programme d'émission d'ADR, la banque est tenue d'une obligation de conservation desdites actions. Elle doit donc détenir autant d'actions que le nombre d'actions représentées par les ADR. Elle doit en outre restituer à première demande ces actions – entières – représentées à concurrence des ADRs détenus par l'investisseur, sous réserve de certaines conditions⁹.

⁹ SEC, Code of federal regulations (CFR), Title 17, § 239.36 :

“(a) The holder of the ADRs is entitled to withdraw the deposited securities at any time subject only to

(1) temporary delays caused by closing transfer books of the depositary or the issuer of the deposited securities or the deposit of shares in connection with voting at a shareholders' meeting, or the payment of dividends,
(2) the payment of fees, taxes, and similar charges, and
(3) compliance with any laws or governmental regulations relating to ADRs or to the withdrawal of deposited securities;”

III – Comparaison des deux techniques

- **Le point de convergence** : comme cela a été exposé, les ADRs et, plus largement, les DRs permettent de fractionner, indirectement, des actions. Mais là s'arrête le rapprochement entre ces deux techniques car plusieurs éléments importants les distinguent.

- Les divergences

- **1° Les ADRs ont par essence pour objet de représenter, et éventuellement de fractionner, une action étrangère.** Autrement dit, la technique des DRs, telle qu'elle a été conçue, n'a pas pour objet de représenter, et éventuellement de fractionner, des actions émises par un émetteur « national ».
- **2° Si les ADRs permettent de représenter une fraction d'action étrangère, le fractionnement qui est à l'œuvre ne relève pas de l'essence de la technique des ADRs.** A partir du moment où deux titres différents coexistent, tout est concevable. Ainsi, 1 ADR peut représenter :
 - 1 action (auquel cas il n'y a aucun fractionnement) ;
 - ou 1 multiple d'action (1 ADR représente 3 actions) ;
 - ou une fraction d'action (1/10^{ème} d'une action).
- **3° Existence d'un seul titre / coexistence de deux titres financiers distincts** : dans le cadre du fractionnement d'action aux Etats-Unis, il n'y aurait qu'un seul titre financier : l'action. A l'inverse, dans le cadre des ADRs, il y a nécessairement deux titres financiers, l'un américain (l'ADR émis par une banque américaine, qui peut être coté sur le marché américain) et l'autre étranger (l'action étrangère qui sera cotée sur un autre marché).
- **4° Différences quant au droit de vote attaché à l'action :**

Dans le cadre des ADRs les stipulations du contrat d'émission des ADRs, tout particulièrement en présence d'un programme d'émission sponsorisé, s'emploient à faire en sorte que l'investisseur américain dispose des droits analogues à ceux d'un actionnaire de la société étrangère. Celui-ci pourra donc adresser une consigne de vote à la banque américaine qui, selon les cas, devra la respecter (obligation de résultat) ou – assez souvent – s'employer à la respecter tout en se ménageant une certaine liberté (obligation de moyens).

A l'inverse, dans le cadre du fractionnement d'actions, les prérogatives de l'investisseur sont souvent cantonnées aux droits financiers attachés à l'action, ce que ne manque pas de souligner la SEC.

- **6° L'incidence sur la qualification du titre**

Dans le cadre du fractionnement d'action, on est en présence d'un seul titre – l'action – qui est donc un titre de capital.

Dans le cadre des ADRs et plus largement des DRs, l'ADR est distinct de l'action, ce qui nécessite de déterminer la qualification d'un ADR indépendamment de celle de l'action représentée. Or la qualification d'un ADR n'est pas aisée à établir. De nombreux éléments militent en faveur de la qualification de titre de créance, dans la mesure où un ADR confère à son porteur un faisceau de prérogatives pouvant être exercées à l'égard de la banque émettrice de l'ADR. Cependant, parce qu'un ADR représente une action, il pourrait aussi être défendu de rattacher ce titre à la catégorie des titres de capital. On retrouve notamment cette logique dans la directive Mifid.

- **7° La possibilité de transmettre le titre à la suite du fractionnement opéré**

Dans le cadre du fractionnement d'action, l'investisseur ne peut céder sa (ou ses) fraction(s) d'action que par l'intermédiaire du Broker à l'origine dudit fractionnement. Il n'y a pas pour le moment de marché secondaire organisé des fractions d'action. A l'inverse, un ADR est évidemment transmissible et négociable et il existe un marché secondaire.

- **8° L'émission collective des ADRS vs le fractionnement au fil de l'eau des actions**

L'émission d'ADRs correspond sans aucun doute à des valeurs mobilières au sens du droit français (art. L. 228-1, al. 2 du C. com.), qui suppose une fongibilité entre plusieurs titres financiers identiques.

A l'inverse, le fractionnement d'action semble s'opérer au fil de l'eau par un intermédiaire. Et, en toute hypothèse, il n'y a pas d'émission d'autres titres que les actions.