

Ordonnance du 10 mai 2017 et décret du 12 juillet 2017 visant à favoriser le développement des émissions obligataires*

C'est à fin d'aligner les financements obligataires de droit français sur les meilleures pratiques internationales, et par là d'accroître la compétitivité de la place de Paris que le Gouvernement, a adopté l'ordonnance et le décret cités en titre du présent article.

La part du financement des entreprises, et de l'économie en général, sur les marchés s'accroît d'année en année. L'emprunt obligataire est un outil de financement adapté aux marchés actuels ; il satisfait aussi bien les émetteurs que les investisseurs à la recherche de produits classiques ou innovants.

S'agissant des émetteurs, le marché obligataire n'est plus aujourd'hui le monopole des grands émetteurs. Les entreprises de taille intermédiaire (ETI) qui se finançaient autrefois exclusivement auprès des banques n'hésitent plus à s'adresser aux marchés : c'est le phénomène des Euro Placements Privés (Euro PP) encouragés par les acteurs de la place de Paris et par la Commission Européenne. L'autre actualité du sujet vient des grands projets d'infrastructure (autoroutes, parcs d'éoliennes, pose de câbles de fibre optique...) qui ne peuvent plus être financés uniquement par les pouvoirs publics, les constructeurs et les banques ; le marché obligataire est mis à contribution grâce à l'émission d'obligations dites de projet (*project bonds*).

Du côté des investisseurs, on note un besoin de diversification des risques ; d'où l'appétit des investisseurs pour les obligations à haut rendement (*high yield bonds*), pour les obligations vertes (*green bonds*) et plus largement pour les investissements socialement responsables (ISR) sans compter les Euro PP et les *project bonds* précédemment mentionnés.

Le droit français des émissions obligataires a certes été, au fil du temps, modernisé par petites touches (voir dernièrement l'ordonnance sur les valeurs mobilières de 2014), mais les grands principes régissant ces émissions datent de la loi de 1966 sur les sociétés commerciales laquelle reprenait pour l'essentiel les dispositions du décret-loi de 1935 sur la protection des obligataires.

Le droit positif français des émissions obligataires ne répondait plus totalement aux attentes du marché et l'attractivité de la place de Paris s'en trouvait affaiblie, comme en témoigne le nombre croissant d'émissions obligataires soumises à des droits anglo-saxons alors que leurs émetteurs sont français.

Cela explique que la Commission obligataire de Paris Europlace (présidée par l'auteur de la présente note) ait été chargée, en décembre 2014, de faire des propositions visant à moderniser, tout en le sécurisant, le droit français des émissions obligataires. Dans la continuité de ces travaux de place, le Gouvernement a reçu une habilitation législative (article 117 I 1° de la loi dite Sapin 2 du 9 décembre 2016) à prendre, par voie d'ordonnance, les mesures « tendant à favoriser le développement des émissions obligataires ».

Un projet d'ordonnance et un projet de décret ont ainsi été rédigés et mis en consultation publique sur le site de la Direction Générale du Trésor le 30 janvier 2017. Ces projets reprenaient pour l'essentiel les propositions de la Commission obligataire de Paris Europlace. L'ordonnance et le décret ont été publiés respectivement en mai et en juillet 2017.

L'ordonnance et le décret visent :

- d'abord à contractualiser les règles relatives à la représentation des obligataires lorsque les émissions sont dites *wholesale* ;
- ensuite à moderniser certaines dispositions devenues désuètes ;
- enfin à abroger les dispositions qui sont inapplicables et inappliquées depuis des années.

* La présente note reprend pour l'essentiel un article rédigé par l'auteur de la note et intitulé « Ordonnance du 10 mai 2017 visant à favoriser le développement des émissions obligataires régies par le droit français ». Cet article a été publié au Bulletin Joly Sociétés, juin 2017, n° 116 m 5, p. 416.

I. Contractualiser la représentation des obligataires des émissions *wholesale*

1. Le système antérieur à la réforme : la masse des obligataires

Les porteurs d'obligations étaient jusqu'ici obligatoirement constitués pour la défense de leurs intérêts communs, obligatoirement en une masse dotée de la personnalité morale et prenant des décisions, soit en assemblée générale, soit par l'intermédiaire d'un ou plusieurs représentants de la masse. Ce système résultait à l'origine du décret-loi de 1935 transposé, après modernisation par la loi de 1966 sur les sociétés commerciales, dans le code de commerce. Le code régula la masse dans le détail.

La masse, parce qu'elle constituait un « bloc » de protection des obligataires s'appliquant automatiquement était jugé satisfaisante pour les offres faites au public ; elle l'est toujours. Cependant elle n'était plus conforme aux standards du marché international lorsque les investisseurs sont des banques, des assureurs, des mutuelles, des gestionnaires de fonds ; et ceci parce que les investisseurs institutionnels ont besoin d'une certaine liberté contractuelle pour aménager leurs rapports avec la société émettrice.

Certes le droit antérieur à la réforme donnait un peu de souplesse lorsque l'emprunt obligataire était « émis à l'étranger » (article L.228-90 du code de commerce) ; c'est ce qu'on appelle la masse contractuelle. Cependant les émetteurs et investisseurs institutionnels ont besoin de pouvoir organiser librement leurs rapports même lorsque les obligations sont émises en France auprès d'investisseurs français (cas notamment des Euro PP). De plus il n'existe aucune définition légale de ce qui constitue une émission « à l'étranger ». Enfin l'opposition France/étranger a vieilli. La *summa divisio* est aujourd'hui celle des émissions *retail* offertes au public et des émissions *wholesale* réservées à des institutionnels. C'est la distinction retenue par l'ordonnance et le décret. S'agissant des émissions constituées d'obligations dont la valeur nominale unitaire est égale ou supérieure à 100 000 euros un principe de la liberté contractuelle est posé. Il en va de même des émissions dont la quotité minimale de négociation est égale ou supérieure à ce montant. En conséquence l'émetteur et les investisseurs peuvent organiser librement leurs rapports sans que les dispositions relatives à la masse ne s'appliquent automatiquement.

Afin de pouvoir suivre plus aisément l'évolution des marchés et de la réglementation financière le chiffre de 100 000 euros a été renvoyé au décret.

2. Le système nouveau : la masse n'est plus obligatoire

L'ordonnance permettra notamment (sans que cela ne soit limitatif) :

- de prévoir des assemblées générales d'obligataires et de stipuler des conditions de quorum et de majorité pouvant lier l'ensemble des obligataires d'une même émission, sans que ces obligataires ne soient constitués en une masse dotée de la personnalité morale et sans qu'il soit nécessaire de nommer un représentant : par exemple une assemblée générale pourra ainsi être convoquée par l'émetteur afin que les obligataires se prononcent sur une modification des modalités de leurs titres ;
- de ne plus soumettre à l'assemblée des obligataires les projets de fusion, scission ou apports partiels d'actifs impliquant la société émettrice (voir le §4 ci-dessous) ;
- de stipuler les conditions de quorum et de majorité à réunir pour le vote des obligataires sur les propositions qui leur sont soumises, qui pourront être différentes selon la nature de ces propositions ; la règle sur le marché international est en effet que l'on module les conditions de quorum et de majorité en fonction de l'importance des décisions à prendre ; par exemple la majorité simple pour une décision ordinaire (un *waiver*, par exemple) et la majorité renforcée pour une décision importante (une modification du coupon ou de l'échéance).

Si des conditions de quorum et de majorité différentes n'ont qu'une utilité relative pour des émissions *plain vanilla*, on imagine mal des *project bonds* ne prévoyant pas des conditions de quorum et de majorités simples ou renforcées suivant la gravité de la décision à prendre.

3. Le « retour » de la masse

Les dispositions relatives à la masse ne sont plus obligatoires pour les émissions *wholesale*. Cependant rien n'interdit de conserver la masse (tout en l'assouplissant) dans cette hypothèse. Ce sera sans doute le cas lorsqu'une émission bénéficie de sûretés réelles. Il s'agit ici de tenir compte de la tendance actuelle de certains investisseurs institutionnels à se tourner vers des obligations plus sécurisées. Cette tendance est avérée s'agissant des Euro Placements Privés (les sûretés sont alors souvent des nantissements), et s'agissant aussi des financements immobiliers et des *project bonds* (les porteurs de *project bonds* bénéficient d'une grande variété de sûretés). En l'absence de masse dotée de la personnalité morale, les sûretés doivent être accordées, soit à chacun des obligataires individuellement, ce qui complique les cessions d'obligations, soit à un agent des sûretés du code civil, cet agent étant titulaire des sûretés même s'il agit pour le compte des obligataires (l'ordonnance du 4 mai 2017 relative à l'agent des sûretés devrait permettre un recours plus fréquent à cet agent des sûretés).

4. Fusion, scission etc de l'émetteur

On sait que dans le système actuel le droit d'opposition de la masse des obligataires complique le calendrier des opérations de fusion, scission et apport partiel d'actif notamment parce qu'il faut soumettre les opérations envisagées aux assemblées d'obligataires. Faute de quorum sur première convocation il est habituellement nécessaire de soumettre une seconde fois les opérations aux assemblées. Lorsque le contrat d'émission, conformément à l'ordonnance, ne prévoira pas de masse le droit d'opposition appartenant collectivement à la masse disparaîtra. Est-ce à dire que les porteurs d'obligations seront sacrifiés ? La réponse est négative. L'ordonnance tire les conséquences de l'absence de masse et d'un représentant : les obligataires seront alors considérés comme des créanciers non obligataires lorsque l'émetteur participera à une opération de fusion, de scission ou d'apport partiel d'actif. Il en ira de même pour les réductions du capital non motivée par des pertes ou encore, s'agissant d'une société européenne, lorsqu'il est envisagé de transporter son siège social dans un autre Etat-membre de l'Union Européenne. Les obligataires bénéficieront alors, dans tous ces cas, des mêmes protections que les créanciers non obligataires ; ils bénéficieront ainsi du droit d'opposition individuel de ces créanciers.

5. Correction d'une erreur matérielle

Conformément à la pratique des émissions internationales, l'ordonnance autorise l'émetteur à modifier seul le contrat d'émission afin de corriger une erreur matérielle.

La validité des clauses de variation unilatérale par l'émetteur était antérieurement à l'ordonnance incertaine en droit français car tout changement – même à la marge – des modalités d'un titre financier requiert un accord de l'émetteur et des porteurs.

6. Utilisation de l'anglais

Bien que cela n'ait pas de lien avec la représentation des obligataires d'une émission *wholesale* on trouve, au milieu des dispositions de l'ordonnance relative à cette représentation, une phrase autorisant la rédaction en anglais des documents contractuels relatifs aux émissions *wholesale*.

Il est bien connu que la loi Toubon oblige, entre autres, les collectivités locales et les sociétés concessionnaires de service public à « contracter en français ». Il s'en suit que la documentation des émissions obligataires internationales des collectivités locales et des sociétés de projet sont habituellement bilingues, la version française faisant foi même lorsque c'est la version anglaise qui a été négociée.

L'ordonnance autorise aujourd'hui l'utilisation d'« une langue, autre que le français, usuelle en matière financière » (la périphrase habituelle désignant l'anglais) pour la rédaction de l'ensemble des contrats relatifs aux émissions *wholesale* et ceci quelle que soit la qualité de l'émetteur des obligations.

7. Obligations convertibles, OBSA, titres d'Etat

Enfin sont exclus du champ de la contractualisation les obligations donnant accès à des titres de capital à émettre – car ces titres font habituellement l'objet, dans les sociétés cotées, d'une offre au

public et ont un nominal bien inférieur à 100 000 euros – et les titres émis par l'Etat qui disposent déjà d'un régime spécial.

II. Moderniser certaines dispositions devenues désuètes

L'ordonnance et le projet de décret réalisent un toilettage de nombreuses dispositions afin de les rendre plus conformes aux pratiques de marché. Ces nouvelles dispositions s'appliqueront aussi bien aux émissions *wholesale* que *retail*. On se bornera à quelques exemples.

1. Vote par la voie d'une consultation écrite

L'assemblée générale des obligataires est un organe délibérant. La prise de décision suppose la convocation de l'assemblée des obligataires. L'ordonnance autorise le contrat d'émission à préciser comment un projet de résolution peut être soumis au vote des obligataires, soit en assemblée générale, soit par consultation écrite (y compris par voie électronique) des obligataires sans, si la voie de la consultation écrite est retenue, qu'il soit besoin de les réunir en assemblée générale en un lieu donné ; dans le cadre d'un Euro PP détenu par quatre ou cinq obligataires on pourra ainsi « circuler » un projet de dispense (*waiver*) pour l'émetteur d'avoir à respecter un ratio financier par exemple.

2. Autorisation des émissions

Les émissions d'obligations sont autorisées par le Conseil d'administration ou le Directoire. En pratique celui-ci autorise une enveloppe annuelle et délègue à une ou plusieurs personnes le pouvoir de décider les émissions à l'intérieur de l'enveloppe. S'agissant des établissements de crédit le Conseil ou le Directoire peut déléguer ce pouvoir de décision à toute personne de son choix. S'agissant des *corporates*, le code de commerce ne permet de déléguer qu'à un membre du Conseil d'administration ou Directoire, au directeur général ou aux directeurs généraux délégués. Chez les grands *corporates* c'est fréquemment le directeur financier ou le trésorier qui arrêtent les conditions des émissions obligataires ; or le directeur financier et a fortiori le trésorier ne sont en général pas membre du Conseil d'administration ou du Directoire ; ils ne sont pas non plus directeur général ou directeur général délégué.

L'ordonnance adopte pour l'ensemble des sociétés le système jusqu'ici reconnu uniquement pour les établissements de crédit : le Conseil ou le Directoire pourra déléguer les pouvoirs d'émission à toute personne de son choix. Sous réserve des questions de *corporate governance* propres à chaque société les décisions d'émission s'en trouveront assouplies sans que le principe du contrôle du Conseil d'administration ou Directoire ne soit remis en cause.

3. Société ayant moins de deux ans

Ces sociétés, si elles veulent émettre des obligations, doivent depuis l'ordonnance sur les valeurs mobilières de 2004 faire vérifier leur actif et leur passif par un ou plusieurs commissaire(s) indépendant(s) nommé(s) en justice. Avant 2004 il suffisait, pour qu'une société nouvellement créée émette des obligations, qu'elle se fasse garantir par une société ayant elle-même au moins deux bilans approuvés ; souvent la société garante était la société-mère de la société émettrice et les investisseurs en étaient satisfaits. Cette possibilité, supprimée sans que l'on sache pourquoi en 2004, est rétablie par l'ordonnance (à côté de la vérification de l'actif et du passif qui subsiste).

4. Emissions bénéficiant de sûretés réelles

On l'a vu, certains investisseurs ont tendance à se tourner aujourd'hui vers des obligations sécurisées (c'est le cas des investisseurs dans le cadre notamment d'Euro PP et de *project bonds*).

Les dispositions des articles L.228-77 et suivants du code de commerce avaient beaucoup vieilli. D'abord et bien que les articles L.228-77 et suivants retiennent l'expression « sûretés particulières » c'est de « sûretés réelles » (souvent des nantissements) qu'il s'agit. Autant le dire (c'est ce que fait l'ordonnance). Ensuite, lorsque la société constitue des sûretés en faveur des obligataires, le résultat des souscriptions doit être « constaté dans un acte authentique ». L'acte authentique est inadapté pour les sûretés autres que des hypothèques et si les sûretés sont des hypothèques il y aura un acte authentique quoi que l'on dise. Aussi l'ordonnance supprime-t-il la constatation des souscriptions par cet acte authentique. Enfin le code n'envisage que les sûretés constituées *avant* l'émission ou *après*. Afin d'empêcher que l'émetteur promette des sûretés et finalement ne les constitue pas, le législateur

avait exigé en 1966 que les sûretés soient constituées avant l'émission. Quant aux sûretés constituées après l'émission, elles sont parfois nécessaires mais il faut alors composer avec les nullités de la période suspecte. Le monde des affaires demande aujourd'hui que l'on accorde les sûretés au moment où naît la dette. C'est pourquoi l'ordonnance autorise la constitution des sûretés concomitamment à l'émission (outre les constitutions avant et après l'émission qui demeurent).

5. Information des obligataires

Le mode d'information des obligataires est aujourd'hui calqué sur celui des actionnaires. Les porteurs d'obligations sont donc informés d'un événement les affectant par un avis dans un journal d'annonce légale (JAL) et, si les obligations sont cotées, dans le Bulletin des annonces légales obligatoires (BALO). Ceci est vrai que l'information porte sur la convocation d'une assemblée générale d'obligataires, sur une décision prise par l'assemblée (par exemple de nommer un représentant de la masse) ou une décision des dirigeants d'une société de passer outre le refus d'approbation d'une fusion par les obligataires). La pratique du marché international consiste à informer les obligataires par des moyens plus contemporains : publication sur le site internet de l'émetteur et de la bourse ou dans des journaux financiers à diffusion large ou encore via les systèmes de règlement-livraison. Ces modes d'information sont déjà retenus lorsqu'est organisée une masse « contractuelle ». L'ordonnance et le décret généralisent ces modes contemporains d'informations : ainsi le contrat d'émission pourra retenir les modes de diffusion de l'information les plus adaptés et ce n'est qu'à défaut de stipulation du contrat d'émission que l'on aura recours au JAL et au BALO.

6. Placement et négociation de leurs propres obligations par les établissements de crédit (EC), entreprises d'investissements (EI) et sociétés de financement (SF)

Les EC, EI et SF (ci-après les « établissements financiers ») étrangers peuvent placer leurs propres obligations dans le marché primaire et négocier leurs propres obligations dans le marché secondaire. Les établissements financiers français ne peuvent placer ou négocier leurs propres obligations à raison de la règle qui veut que les obligations rachetées par leurs émetteurs disparaissent immédiatement. Les établissements financiers français sont donc contraints de loger ces activités de placement et négociation (*trading*) de leurs obligations dans des filiales qui doivent être capitalisées puis agréées en tant que EC, EI ou SF.

Certes depuis 2010 les émetteurs d'obligations sont autorisés à les racheter sans que ces titres disparaissent mais ceci uniquement « aux fins de favoriser leur liquidité ». Ce rachat ne peut s'effectuer que dans le marché secondaire ce qui exclut d'office le placement par un établissement financier de ses propres titres dans le marché primaire. S'agissant du marché secondaire le *trading* par un établissement financier de ses propres titres ne s'explique pas toujours par l'idée de favoriser la liquidité des titres.

La constitution par les établissements financiers français de filiales capitalisées et agréées afin d'effectuer le placement et le *trading* des obligations de leur maison-mère crée une distorsion de concurrence entre les établissements français et étrangers.

C'est pour mettre fin au déficit de compétitivité qui en résulte que l'ordonnance autorise les établissements financiers français à placer sur le marché primaire et à négocier sur le marché secondaire leurs propres obligations.

Pour les besoins du placement de leurs propres titres, les établissements financiers pourront souscrire la totalité des titres d'une même émission et, selon le décret, conserver leurs obligations sur une durée fixée au maximum à 60 jours calendaires. La durée de 60 jours a été proposée parce qu'elle correspond à la durée maximale de stabilisation d'un instrument financier pour les besoins de son placement (article 5.3 du règlement délégué (UE) n° 2016/1052 de la Commission).

S'agissant du *trading* de leurs propres obligations sur le marché secondaire ce sont les limites déjà existantes pour les rachats aux fins de liquidité, qui ont été retenues : l'auto-détention est limitée à 15% des titres d'une même émission et la durée de cette auto-détention ne doit pas excéder une année.

III. Abroger certaines dispositions inapplicables et inappliquées

L'ordonnance abroge plusieurs dispositions légales non appliquées depuis des décennies. On en donnera un seul exemple : le décret-loi du 30 octobre 1935 relatif à la protection des obligataires.

Ce décret-loi est une réponse à la crise de 1929 qui avait montré la nécessité de protéger les obligataires en les réunissant en une masse capable d'agir par l'intermédiaire de son représentant ou en assemblée générale.

La loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales a abrogé le décret-loi du 30 octobre 1935 « en tant qu'il concerne les émissions d'obligations faites par les sociétés françaises ». Il restait donc théoriquement applicable aux sociétés étrangères offrant leurs obligations publiquement en France ainsi qu'aux collectivités françaises autres que les sociétés.

S'agissant des sociétés étrangères offrant leurs obligations en France, le décret-loi constituait les porteurs français (mais eux seulement) en une masse soumise aux dispositions du décret-loi. Cette protection était nécessaire en 1935, parce que très peu de droits étrangers se souciaient de la représentation et de la protection des obligataires. Il en va différemment aujourd'hui.

Lorsqu'une société étrangère offre ses obligations dans plusieurs pays, dont la France, elle prévoit, dans son contrat d'émission, un système de protection des obligataires, français et étrangers, conforme au droit de l'émission obligataire en question. Le décret-loi est alors inapplicable et, d'ailleurs inappliqué, aux obligataires résidant en France, lesquels ne peuvent pas en pratique bénéficier d'un système de protection différent des autres obligataires. Le principe de traitement égalitaire des obligataires d'une même émission s'oppose à ce dépeçage des obligataires suivant leur pays de résidence.

Le décret-loi de 1935 ayant été expressément abrogé en ce qui concerne « les sociétés françaises » il était permis de se demander, par *a contrario*, s'il ne subsistait pas pour les émetteurs français autres que les sociétés : les fonds communs de titrisation, les collectivités territoriales et les établissements publics notamment. Or, ces émetteurs s'inspiraient pour la protection de leurs investisseurs des dispositions actuelles du code de commerce relatives à la masse des obligataires ; ces émetteurs ne reprenaient jamais les dispositions archaïques, du décret-loi de 1935 relatif à la protection des obligataires.

En pratique le décret-loi était déjà abrogé par désuétude. Il convenait donc de l'abroger légalement, ce que fit l'ordonnance.