

**PARIS EUROPLACE
COMMISSION OBLIGATAIRE***

Ordonnance n° 2017-970 du 10 mai 2017 tendant à favoriser le développement des émissions obligataires

Ordonnance	Explications
<p>Article 1^{er}</p> <p>La section 4 du chapitre VIII du titre II du livre II du code de commerce est modifiée conformément aux articles 2 à 18 de la présente ordonnance.</p>	

* Les travaux de la Commission Obligataire ont commencé en décembre 2014 et se sont achevés avec la publication du décret d'application de l'ordonnance le 14 juillet 2017.
La composition de la Commission Obligataire figure en annexe.

Les articles du code de commerce et du code monétaire et financier sont indiqués en marque de révision. Lorsqu'aucune marque de révision n'apparaît cela signifie que l'article du code concerné est nouveau.

Ordonnance	Explications
<p>Article 2</p> <p>L'article L. 228-39 est ainsi modifié :</p> <p>L'émission d'obligations par une société par actions n'ayant pas établi deux bilans régulièrement approuvés par les actionnaires doit être précédée d'une vérification de l'actif et du passif dans les conditions prévues aux articles L. 225-8 et L. 225-10.</p> <p><u>Cette vérification est assurée par un ou plusieurs commissaires désignés par l'organe de la société ayant qualité pour décider ou autoriser l'émission d'obligations. Ces commissaires sont soumis aux incompatibilités prévues à l'article L. 822-11-3. Le ou les commissaires établissent, sous leur responsabilité, un rapport sur la valeur des actifs et des passifs de la société, qui est soumis à l'organe de la société ayant qualité pour décider ou autoriser l'émission d'obligations préalablement à sa décision ou à son autorisation.</u></p> <p><u>Les dispositions du premier alinéa ne sont pas applicables à l'émission d'obligations qui bénéficient de la garantie de sociétés ayant établi deux bilans régulièrement approuvés par les actionnaires. Elles ne sont pas non plus applicables à l'émission d'obligations qui sont gagées par des titres de créance sur l'Etat, sur les autres collectivités publiques ou sur des entreprises concessionnaires de l'Etat ou de toute autre collectivité publique ou subventionnées par ces mêmes collectivités et ayant établi le bilan de leur premier exercice.</u></p> <p>L'émission d'obligations est interdite aux sociétés dont le capital n'est pas intégralement libéré sauf si les actions</p>	<p>Antérieurement à l'Ordonnance une société par actions ne pouvait émettre des obligations qu'à la condition soit d'avoir établi deux bilans régulièrement approuvés par les actionnaires soit de procéder à une vérification préalable de l'actif et du passif, ces conditions étant supposées assurer la protection et la sécurité des futurs investisseurs. Ces conditions sont en pratique contraignantes, d'application difficile, et leur caractère formel les rend souvent illusoires.</p> <p>La rédaction du premier alinéa antérieure à l'Ordonnance, entrée en vigueur le 16 mai 2001 renvoyait aux articles L. 225-8 et L. 225-10.</p> <p>L'article L. 225-10 traite de la procédure de vote en assemblée constitutive d'une société, et ne peut concerner l'émission d'obligations.</p> <p>L'article L. 225-8 traite de l'approbation des apports en nature et des avantages particuliers lors de la constitution d'une société avec offre au public. La transposition de ce texte en matière d'émission d'obligations était délicate : il y est fait mention des fondateurs, qui doivent nommer un commissaire aux apports à l'unanimité; le rapport établi doit être déposé au greffe "avec le projet de statuts"; puis doit être soumis à l'approbation de l'assemblée générale constitutive (ou de l'assemblée extraordinaire dans le cas d'augmentation de capital après constitution). Comment transposer ce texte à l'émission d'obligations, qui aux termes de l'article L. 228-40 relève du pouvoir du conseil d'administration, du directoire, ou des gérants, sauf si les statuts le réservent à l'assemblée générale ou si celle-ci décide de l'exercer ? La logique voulait que lorsque la compétence de l'assemblée est écartée pour l'émission d'obligations, comme cela est devenu la règle depuis l'Ordonnance du 24 juin 2004 modifiant l'article L. 228-40, le rapport soit soumis à l'organe compétent pour décider de l'émission des obligations, à savoir le conseil d'administration, le directoire ou les gérants. Telle était bien l'approche la plus souvent retenue en pratique, mais le confort juridique nécessitait que cela résulte expressément des textes, d'où la modification opérée par l'Ordonnance.</p> <p>Il faut enfin noter qu'avant le 16 mai 2001, il n'y avait pas besoin d'attente de deux bilans approuvés (i) lorsque les obligations émises bénéficiaient, soit de la garantie de l'État ou de collectivités publiques, soit de la garantie de sociétés remplissant les conditions pour émettre des obligations ou (ii) si les obligations étaient gagées par des titres de créances sur l'État, sur les collectivités publiques ou sur des entreprises concessionnaires ou subventionnées (par l'État ou une collectivité publique), ayant établi le bilan de leur premier exercice. En pratique les obligations d'une société nouvellement créée étaient souvent garanties par sa société-mère, sans que cela ne soulève de difficultés particulières.</p>

<p>non libérées ont été réservées aux salariés en application de l'article L. 225-187 ou de l'article L. 443-5 <u>des articles L. 3332-18 à L. 3332-24</u> du code du travail, et sauf si elle est faite en vue de l'attribution aux salariés des obligations émises au titre de la participation de ceux-ci aux fruits de l'expansion de l'entreprise.</p>	<p>L'Ordonnance simplifie et assouplit donc le régime d'émission des obligations, en réintégrant à côté de la vérification de l'actif et du passif les autres exceptions en vigueur avant 2001, et, en cas de vérification de l'actif et du passif, (i) en supprimant le renvoi aux articles L. 225-8 et L. 225-10 (ii) tout en incluant leur contenu dans le corps de l'article L. 228-39, après nettoyage et adaptation à la matière obligataire.</p> <p>Dernier alinéa : nouvelle numérotation des articles du Code du travail. Rien ne change au fond.</p>
--	--

Ordonnance	Explications
<p>Article 3</p> <p>L'article L. 228-40 est ainsi modifié :</p> <p>Le conseil d'administration, le directoire, le ou les gérants ont qualité pour décider ou autoriser l'émission d'obligations, sauf si les statuts réservent ce pouvoir à l'assemblée générale ou si celle-ci décide de l'exercer.</p> <p>Le conseil d'administration <u>ou le directoire</u> peut déléguer à un ou plusieurs de ses membres, au directeur général ou, en accord avec ce dernier, à un ou plusieurs directeurs généraux délégués, et dans les établissements de crédit, à toute personne de son choix, les pouvoirs nécessaires pour réaliser, dans un délai d'un an l'émission d'obligations et en arrêter les modalités.</p> <p>Le directoire peut déléguer à son président et avec l'accord de celui-ci à un ou plusieurs de ses membres, et dans les établissements de crédit, à toute personne de son choix, les pouvoirs nécessaires pour réaliser dans le même délai, l'émission d'obligations et en arrêter les modalités.</p> <p>Les personnes désignées rendent compte au conseil d'administration ou au directoire dans les conditions déterminées par ces organes.</p>	<p>Les émissions obligataires sont décidées ou autorisées par le conseil d'administration ou le directoire d'une société. Le plus souvent en pratique le conseil d'administration ou le directoire approuve une enveloppe annuelle d'émissions et délègue ensuite à une ou plusieurs personnes le pouvoir de procéder à des émissions dans la limite de cette enveloppe. S'agissant des établissements de crédit le conseil d'administration ou le directoire peut déléguer le pouvoir de réaliser les émissions à toute personne de son choix. Pour les autres émetteurs, avant l'Ordonnance, la délégation n'était possible qu'à un membre du conseil d'administration (ou du directoire) ou au directeur général ou aux directeurs généraux délégués. Dans les grandes sociétés c'est le directeur financier, ou plus fréquemment encore le trésorier, qui prend en pratique la décision d'émission. Or, ni le directeur financier ni le trésorier ne sont généralement membres du conseil d'administration ou du directoire et ne sont pas non plus directeur général ou directeur général délégué.</p> <p>Aligner le processus d'émission de tous les émetteurs sur celui des établissements de crédit apporte donc une souplesse significative sans générer de risque particulier, puisque les décisions d'émission continueront d'être prises dans le cadre fixé par le conseil d'administration ou le directoire, et par les délégués qu'il désigne.</p>

Ordonnance	Explications
<p>Article 4</p> <p>Après l'article L. 228-46, il est créé un article L. 228-46-1 ainsi rédigé :</p> <p>« Art. L. 228-46-1.-Les décisions de la masse des obligataires sont prises en assemblée générale. Toutefois, ces décisions peuvent également être prises à l'issue d'une consultation écrite, y compris par voie électronique, si le contrat d'émission le prévoit et selon les modalités de délai et de forme définies par celui-ci. »</p>	<p>Cet article a pour but de mettre le droit français en harmonie avec les pratiques internationales, qui prévoient la possibilité, pour les obligataires de prendre des décisions, soit en assemblée, soit par écrit (sans réunion en assemblée) en se prononçant, dans ce cas, sur l'adoption d'un projet de résolution diffusé à l'ensemble des obligataires. Cette possibilité existe déjà pour les titres d'Etat (OAT) ; le décret du 30 décembre 2012 relatif aux clauses d'action collective applicables aux titres d'Etat et notamment son article 1^{er} dispose que le vote des détenteurs de titres peut être donné en assemblée ou par la voie d'une consultation écrite.</p>

Ordonnance	Explications
<p>Article 5</p> <p>Les articles L. 228-47 et L. 228-48 sont remplacés par les dispositions suivantes :</p> <p>« Art. L. 228-47.-La masse est représentée par un ou plusieurs mandataires élus par l'assemblée générale des obligataires. Leur nombre ne peut en aucun cas excéder trois. Les représentants peuvent être désignés dans le contrat d'émission. <u>désignés conformément aux articles L. 228-50 et L. 228-51</u>. »</p> <p>« Art. L. 228-48.- Le mandat de représentant de la masse ne peut être confié qu'aux personnes de nationalité française ou ressortissant <u>ressortissantes d'un Etat membre de la Communauté l'Union européenne, ou domiciliées en territoire français, et dans un Etat membre de l'Union</u></p>	<p>Article L. 228-47 : les modalités complètes de désignation des représentants de la masse figurent dans les articles L. 228-50 et L. 228-51, (le dernier article est légèrement modifié par l'Ordonnance en son article 6). Ils peuvent être désignés dans le contrat d'émission, par l'assemblée générale, ou dans certains cas sur décision de justice. Il semble plus opportun de faire référence aux textes concernés plutôt que de ne citer qu'un exemple.</p> <p>Article L. 228-48 : la règle antérieure à l'Ordonnance était que le représentant de la masse devait résider en France. Cette discrimination à l'encontre des non-résidents heurtait le principe de libre circulation des capitaux dans l'Union Européenne.</p> <p>Selon le Comité juridique de l'ANSA (n° 10-011 du 3-2-2010) cette disposition était contraire à la jurisprudence communautaire selon laquelle, toute discrimination, comme celle tenant à la nationalité ou au domicile, heurte le principe de libre circulation des capitaux, à moins que la condition en cause ne soit justifiée par une raison objective et proportionnée à celle-ci, ce qui n'est pas le cas ici.</p> <p>L'Ordonnance supprime la condition de résidence en territoire français.</p>

européenne, ainsi qu'aux associations et sociétés y ayant leur siège. »

Ordonnance	Explications
<p>Article 6</p> <p>L'article L. 228-51 est remplacé par les dispositions suivantes :</p> <p>« Art. L. 228-51. Lorsqu'ils n'ont pas été <u>Les représentants de la masse sont</u> désignés dans le contrat d'émission, les représentants de la masse des porteurs d'obligations d'un emprunt sont nommés dans le délai d'un an à compter de la date d'émission et au plus tard un mois avant le premier amortissement prévu. Cette nomination est faite ou par l'assemblée générale <u>des obligataires</u> ou, à défaut, par décision de justice, à la demande de tout intéressé.</p> <p><u>Lorsque les obligations sont offertes au public au sens de l'article L. 411-1 du code monétaire et financier, les premiers représentants de la masse sont désignés dans le contrat d'émission. »</u></p>	<p>L'Ordonnance permet de revenir à une situation qui prévalait avant 2009. En effet, l'Ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 a supprimé la notion d'appel public à l'épargne ; l'ancien article L. 228-51 antérieur à 2009 prévoyait la nomination dans le contrat d'émission, ou à défaut par décision de justice dans un délai d'un an, pour les seules émissions faites avec appel public à l'épargne. En supprimant ces mots, l'ordonnance de 2009 a étendu l'obligation de désignation dans le délai d'un an à toutes les émissions, sans que cela ne se justifie par d'autres motifs.</p> <p>Il convenait donc de ne pas imposer de délai pour la désignation des représentants de la masse. Pour le reste, il suffisait de préciser que les représentants pouvaient être en règle générale désignés soit dans le contrat d'émission soit par l'assemblée générale des obligataires. Toutefois, quand l'émission s'adresse au public, celui-ci doit dès le moment de la souscription savoir qui sont les représentants de la masse ; il convenait donc qu'ils soient, pour les émissions offertes au public, désignés dans le contrat d'émission. Ceci correspond d'ailleurs à la pratique des émissions obligataires.</p>

Ordonnance	Explications
<p>Article 7</p> <p>L'article L. 228-53 est complété par une phrase ainsi rédigée <u>[seule la phrase est soulignée]</u> :</p> <p>Les représentants de la masse ont, sauf restriction décidée par l'assemblée générale des obligataires, le pouvoir</p>	<p>La modification vise à confirmer la possibilité pour le représentant de la masse de déléguer une partie de ses pouvoirs. En pratique, dans le cadre d'émissions obligataires un peu complexes, il est fréquent que le représentant de la masse délègue à un tiers une partie de ses pouvoirs, en particulier, lorsque les obligations bénéficient de sûretés, à un établissement chargé de gérer les sûretés.</p>

<p>d'accomplir au nom de la masse tous les actes de gestion pour la défense des intérêts communs des obligataires.</p> <p><u>Ce pouvoir peut être délégué par les représentants de la masse à un tiers dans le respect des dispositions des articles L. 228-49, L. 228-62 et L. 228-63.</u></p>	<p>En l'état du droit antérieur à l'Ordonnance, la doctrine considérait parfois que le représentant ne pouvait pas se substituer un tiers même pour une partie de ses pouvoirs (Dossier ANSA n° 13-033) ; dès lors, et pour éviter toute ambiguïté, la faculté de délégation est prévue expressément.</p> <p>Il convient de noter que lorsqu'est nommé un établissement chargé de gérer des sûretés, cet établissement est habituellement appelé un « agent des sûretés ». Cependant cette appellation est trompeuse. Cet établissement n'est pas un agent des sûretés du code civil (article 2488-6 et suivants issus de l'ordonnance n° 2017-748 du 4 mai 2017) lequel est lui-même titulaire des sûretés bénéficiant au groupe de créanciers pour lequel il intervient. Lorsque les obligataires sont constitués en une masse c'est cette dernière qui est titulaire des sûretés ; les sûretés sont constituées au nom et pour le compte de la masse. L'établissement désigné comme agent des sûretés ne fait que gérer les sûretés en tant que mandataire de la masse.</p> <p>Il convient aussi de noter si le texte issu de l'Ordonnance permet au représentant de la masse de déléguer « ce pouvoir » ce qui pourrait littéralement s'entendre comme l'intégralité de son pouvoir, il va de soi qu'il ne peut déléguer à un tiers qu'une partie de ses pouvoirs conformément au droit commun du mandat.</p>
---	---

Ordonnance	Explications
<p>Article 8</p> <p>L'article L. 228-54 est ainsi modifié :</p> <p>Les représentants de la masse, dûment autorisés par l'assemblée générale des obligataires, ont seuls qualité pour engager, au nom de ceux-ci, les actions en nullité de la société ou des actes et délibérations postérieurs à sa constitution, ainsi que toutes <u>autres actions en justice</u> ayant pour objet la défense des intérêts communs des obligataires, et notamment requérir la mesure prévue à l'article L. 237-14.</p> <p>Les actions en justice dirigées contre l'ensemble des obligataires d'une même masse ne peuvent être intentées que contre le représentant de cette masse.</p>	<p>Clarification du fait que les "actions" visées dans cet article sont uniquement les "actions en justice", ce qui est bien le cas.</p>

Toute action <u>en justice</u> intentée contrairement aux dispositions du présent article doit être déclarée d'office irrecevable.	
--	--

Ordonnance	Explications
<p>Article 9</p> <p>Au premier alinéa de l'article L. 228-58, les mots : « les gérants » sont remplacés par les mots : « le représentant légal de la société ».</p> <p><u>« Art. L. 228-58.</u>-L'assemblée générale des obligataires est convoquée par le conseil d'administration, le directoire ou les gérants<u>le représentant légal de la société</u>, par les représentants de la masse ou par les liquidateurs pendant la période de liquidation.</p> <p>Un ou plusieurs obligataires, réunissant au moins le trentième des titres d'une masse, peuvent adresser à la société et au représentant de la masse une demande tendant à la convocation de l'assemblée.</p> <p>Si l'assemblée générale n'a pas été convoquée dans le délai fixé par décret en Conseil d'Etat, les auteurs de la demande peuvent charger l'un d'entre eux de poursuivre en justice la désignation d'un mandataire qui convoquera l'assemblée. »</p>	<p>En pratique il n'est pas toujours aisé de réunir, dans les délais impartis par une fusion ou scission par exemple, le directoire et surtout le conseil d'administration pour convoquer les assemblées générales d'obligataires. D'où le pouvoir reconnu au représentant légal de la société</p>

Ordonnance	Explications
<p>Article 10</p>	<p>Cet ajout vise, à condition que le contrat d'émission le prévoit, à éviter les publications dans un journal d'annonces légales, dans tous les cas, et au BALO lorsque les obligations sont cotées. En pratique, la publication de notices</p>

<p>« <u>Art. L. 228-59.</u> La convocation des assemblées générales d'obligataires est faite dans les mêmes conditions de forme et de délai que celle des assemblées d'actionnaires—, <u>sauf stipulation contraire du contrat d'émission. Un décret en Conseil d'Etat fixe les garanties nécessaires, dans cette hypothèse, à la bonne information des obligataires.</u></p> <p>En outre, les avis de convocation contiennent des mentions spéciales qui sont déterminées par décret en Conseil d'Etat.</p> <p>Toute assemblée irrégulièrement convoquée peut être annulée. Toutefois, l'action en nullité n'est pas recevable lorsque tous les obligataires de la masse intéressée sont présents ou représentés. »</p>	<p>se fait plus aisément via les systèmes de règlement-livraison, dans les journaux financiers largement diffusés ou sur le site internet du régulateur ou de l'émetteur.</p>
--	---

Ordonnance	Explications
<p>Article 11</p> <p>« <u>Art. L. 228-61.</u> S'il existe plusieurs masses d'obligataires, elles ne peuvent en aucun cas délibérer au sein d'une assemblée commune.</p> <p>Tout obligataire a le droit de participer à l'assemblée ou de s'y faire représenter par un mandataire de son choix.</p> <p>Tout obligataire peut voter par correspondance, au moyen d'un formulaire dont les mentions sont fixées par décret en Conseil d'Etat. Les dispositions contraires des statuts sont réputées non écrites.</p> <p>Pour le calcul du quorum, il n'est tenu compte que des formulaires qui ont été reçus par la société avant la</p>	<p>L'article L. 228-61 antérieur à l'Ordonnance disposait que les obligataires pouvaient participer à une assemblée d'obligataires par visioconférence uniquement « si les statuts le prévoient ». Or les statuts concernent les actionnaires de la société et non ses obligataires. Il est plus logique de prévoir aussi la possibilité d'une visioconférence des obligataires dans le contrat d'émission des obligations.</p>

<p>réunion de l'assemblée, dans les conditions de délais fixées par décret en Conseil d'Etat. Les formulaires ne donnant aucun sens de vote ou exprimant une abstention sont considérés comme des votes négatifs.</p> <p>Si les statuts le prévoient ou si le contrat d'émission le prévoit, sont réputés présents pour le calcul du quorum et de la majorité les obligataires qui participent à l'assemblée par visioconférence ou par des moyens de télécommunication permettant leur identification. La nature des moyens techniques admis et les conditions d'application de cette disposition sont déterminées par décret en Conseil d'Etat.</p> <p>Les porteurs d'obligations amorties et non remboursées par suite de la défaillance de la société débitrice ou à raison d'un litige portant sur les conditions de remboursement, peuvent participer à l'assemblée. La société qui détient au moins 10 % du capital de la société débitrice ne peut voter à l'assemblée avec les obligations qu'elle détient. »</p>	
---	--

Ordonnance	Explications
<p>Article 12</p> <p>L'article L. 228-65 est ainsi modifié :</p> <p>I.-L'assemblée générale délibère sur toutes mesures ayant pour objet d'assurer la défense des intérêts communs des obligataires et l'exécution du contrat d'emprunt ainsi que sur toute proposition tendant à la modification du contrat et notamment :</p> <p>1° Sur toute proposition relative à la modification de l'objet ou de la forme de la société ;</p>	<p>Clarifications concernant le chapeau du I :</p> <ul style="list-style-type: none"> - La masse des obligataires n'a compétence que lorsqu'il s'agit de défendre les intérêts <i>communs</i> à l'ensemble des obligataires. En revanche, un obligataire qui se prévaut d'un intérêt propre (par exemple à raison de la date à laquelle il a acquis ses obligations) doit agir seul ; il ne peut se faire représenter par la masse. « Défense des intérêts communs des obligataires » est aussi l'expression retenue par l'article L. 228-53. - Les mots « l'exécution du contrat d'emprunt » étaient difficiles à interpréter, si on voulait les distinguer de la « défense des intérêts communs des obligataires ». En effet, « le fait de poursuivre l'exécution du contrat d'emprunt relève bien de la défense des intérêts communs des obligataires »

<p>2° Sur toute proposition, soit de compromis, soit de transaction sur des droits litigieux ou ayant fait l'objet de décisions judiciaires ;</p> <p>3° Sur les propositions de fusion ou de scission de la société dans les cas prévus aux articles L. 236-13 et L. 236-18 ;</p> <p>4° Sur toute proposition relative à l'émission d'obligations comportant un droit de préférence par rapport à la créance des assorties d'une sûreté réelle ne bénéficiant pas aux obligataires composant la masse ;</p> <p>5° Sur toute proposition relative à l'abandon total ou partiel des garanties conférées aux obligataires, au report de l'échéance du paiement des intérêts et à la modification des modalités d'amortissement ou du taux des intérêts ;</p> <p>6° Sur tout projet de transfert du siège social d'une société européenne dans un autre Etat membre.</p> <p>II.-L'assemblée générale délibère dans les conditions de quorum prévues au deuxième alinéa de l'article L. 225-98. Elle statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les porteurs présents ou représentés.</p>	<p>(Hémard, Terré et Mabilat, Sociétés commerciales, tome III, page 154, Dalloz, 1978). Il était donc préférable de supprimer ces mots.</p> <p>Clarification concernant le I 4° :</p> <ul style="list-style-type: none"> - La notion de « droit de préférence » précédemment mentionnée au 4° était difficile à cerner. Dans le langage courant le mot « <i>préférence</i> » a un sens très large. Par exemple on aurait pu considérer qu'une émission nouvelle comportant un taux d'intérêt plus élevé qu'une émission antérieure bénéficiait d'un droit de préférence. Ainsi interprétée la notion de préférence aurait obligé à réunir fréquemment l'assemblée des obligataires sans que cela ait le moindre intérêt pour la défense des obligataires. S'agissant d'émetteurs fréquents cela s'avèrerait même impossible en pratique. Selon la doctrine dominante (Hémard, Terré et Mabilat, Sociétés commerciales, tome III, page 157, Dalloz, 1978 ; Demogue, La protection des obligataires, page 54, Sirey, 1937 ; Hureau, Les pouvoirs des assemblées d'obligataires, page 183, Rousseau, 1948), cette notion ne visait que l'attribution de sûretés réelles. C'est cette interprétation qui était très généralement retenue en pratique : on ne réunissait l'assemblée des obligataires existants que lorsque la société avait le projet d'émettre des nouvelles obligations bénéficiant d'un gage ou d'une hypothèque alors que les obligations anciennes en étaient dépourvues. En effet l'attribution à de nouveaux obligataires d'un droit sur certains biens de la société émettrice vient diminuer le gage général des obligataires anciens sur l'ensemble des biens de la société. Un auteur (Cordonnier, Le nouveau régime des obligataires, page 89, Sirey, 1936) considérait toutefois que la notion de préférence incluait également le fait de bénéficier d'un rang supérieur dans la hiérarchie des créances. Cette analyse semble discutable. La question ne se posait pas si les obligations existantes étaient chirographaires. Si les obligations existantes étaient subordonnées, cela signifiait, par hypothèse, que leurs titulaires avaient accepté dès l'origine que d'autres obligations de rang non subordonné, c'est-à-dire chirographaire, puissent être émises. L'accord des obligataires subordonnés existants ayant été recueilli <i>a priori</i>, il était inutile de l'exiger aussi <i>a posteriori</i> lors de l'émission d'un nouvel emprunt obligataire non subordonné. Inclure la notion de rang de créance dans la notion de droit de préférence apparaissait donc injustifié. Enfin, la doctrine était unanime sur le fait que le « droit de préférence » ne visait pas l'attribution de sûretés personnelles. En effet une garantie accordée par un tiers à de nouvelles obligations émises par une société ne vient en rien diminuer le droit de gage général des premiers obligataires sur les biens de cette société. Afin d'éviter toute difficulté dans l'avenir il était néanmoins utile de remplacer la notion de droit de préférence par une référence à l'attribution d'une sûreté réelle dont ne bénéficient pas les obligataires composant une masse existante. Sur la notion de sûretés réelles voir aussi l'article 18.
--	--

Ordonnance	Explications
<p>Article 13</p> <p>Le premier alinéa de l'article L. 228-73 est remplacé par les dispositions suivantes :</p> <p>« Si l'assemblée générale des obligataires de la société absorbée ou scindée n'a pas approuvé, <u>selon le cas</u>, une des propositions <u>visées mentionnées</u> aux 3° et 6° du I de l'article L. 228-65 ou si elle n'a pu délibérer valablement faute du quorum requis,⁶⁵, le conseil d'administration, le directoire ou les gérants de la société débitrice peuvent passer outre. La décision est publiée dans les conditions fixées par décret en Conseil d'Etat. »</p>	<p>Suppression des mots « ou si elle n'a pu délibérer valablement faute de quorum requis ».</p> <p>La question du quorum ne se pose que sur première convocation. En effet, faute de quorum sur première convocation, les obligataires seront à nouveau convoqués. Or, sur seconde convocation il n'y a pas aujourd'hui de quorum. Les mots supprimés sont une survivance du décret-loi de 1935 relatif à la protection des obligataires qui posait des conditions de quorum à la fois sur première et sur seconde convocation pour les assemblées générales extraordinaires d'obligataires auxquelles étaient soumis les projets de fusions et scissions.</p> <p>Cette mention est inutile, puisqu'aucune condition de quorum n'étant requise sur seconde convocation l'absence d'approbation par l'assemblée générale des obligataires ne peut par construction résulter d'une absence de quorum.</p>

Ordonnance	Explications
<p>Article 14</p> <p>« <u>Art. L. 228-77.</u>-En cas d'émission d'obligations assorties de sûretés <u>particulières réelles</u>, celles-ci sont constituées par la société <u>avant antérieurement ou concomitamment</u> à l'émission, pour le compte de la masse des obligataires.</p> <p>L'acceptation résulte du seul fait des souscriptions. Elle rétroagit à la date de l'inscription pour les sûretés soumises à inscription et à la date de leur constitution pour les autres sûretés. »</p>	<p>« Sûretés particulières » est une expression qui n'a pas juridiquement de sens. En réalité le texte ne vise que les sûretés réelles (Arnaud Lecourt, Obligation, Rép. sociétés Dalloz, n° 347) . Les articles suivant cet article L. 228-77 montrent d'ailleurs clairement que seules étaient visées ici les sûretés constituées par la société émettrice sur ses biens, donc les sûretés réelles, et non les sûretés personnelles accordées par un tiers.</p> <p>S'agissant des sûretés personnelles c'est le droit commun qui s'applique. Une garantie personnelle pourra donc être conférée à n'importe quel moment et appelée par la personne à laquelle le contrat d'émission confie cette mission (obligataire individuel, groupe d'obligataires, agent financier, représentant de la masse ou agent des sûretés par exemple).</p> <p>Afin d'empêcher que l'on promette aux obligataires des sûretés réelles qui ne seront jamais constituées, l'usage était autrefois de constituer les sûretés avant l'émission.</p> <p>Les sûretés réelles au bénéfice des obligataires sont aujourd'hui le plus souvent constituées concomitamment à l'émission. Il est en effet anti-économique d'immobiliser des biens avant que la dette</p>

	<p>qu'ils garantissent n'existe ; cette possibilité peut toutefois être utilisée exceptionnellement, notamment dans des financements de <i>private equity</i>. D'où la possibilité de constituer les sûretés soit avant, soit à l'émission.</p> <p>Sur la notion de sûretés réelles voir aussi l'article 18.</p>
--	--

Ordonnance	Explications
<p>Article 15</p> <p>L'article L. 228-78 est abrogé.</p> <p>Les garanties prévues à l'article L. 228-77 sont conférées par le président du conseil d'administration, le représentant du directoire ou le gérant, sur autorisation de l'organe social habilité à cet effet par les statuts.</p>	<p>Il est inutile de prévoir un régime spécial d'autorisation pour l'octroi de sûretés au bénéfice de la masse, les règles du droit commun des sûretés s'appliquant aux sûretés constituées en faveur de la masse comme aux sûretés conférées à d'autres créanciers. Le droit commun est toutefois à combiner avec les statuts de la société émettrice, les statuts pouvant requérir l'autorisation du conseil d'administration ou de surveillance.</p>

Ordonnance	Explications
<p>Article 16</p> <p>L'article L. 228-79 est remplacé par les dispositions suivantes :</p> <p>« Art. L. 228-79.-Les sûretés sont constituées dans un acte spécial. Les formalités de publicité desdites sûretés doivent être accomplies avant toute souscription, Lorsque l'acte spécial est conclu avant l'émission des obligations, les représentants de la masse <u>peuvent être parties à celui-ci</u> pour le compte de la masse des obligataires en formation. <u>Cet acte ne prend effet qu'au moment de l'émission.</u>Dans le délai de six mois à compter de</p>	<p>On l'a vu (article 14 de l'Ordonnance) l'usage est aujourd'hui de constituer les sûretés concomitamment à l'émission même si pour faciliter la prise de sûretés et la conclusion d'accords inter-créanciers il peut être utile que l'acte spécial soit conclu un peu avant l'émission (souvent la veille) et que les futurs représentants de la masse soient parties à cet acte. Dans ce cas la constitution des sûretés ne peut prendre effet qu'au moment où les obligations sont émises.</p> <p>La référence à une constatation du montant des souscriptions dans un acte authentique pouvait être supprimée. L'acte authentique était inadapté pour les sûretés autres que les hypothèques, et il allait de soi pour les hypothèques. Par ailleurs, la traçabilité des ordres d'achat de valeurs mobilières est telle que la constatation du résultat des souscriptions est devenue aujourd'hui inutile.</p>

<p>L'ouverture de la souscription, le résultat de celle-ci est constaté dans un acte authentique par le représentant de la société.</p> <p>Les modalités de l'inscription et du renouvellement de l'inscription des sûretés sont déterminées par décret en Conseil d'Etat.</p> <p>Les représentants de la masse veillent, sous leur responsabilité, à l'observation des dispositions relatives au renouvellement de l'inscription. »</p>	<p>Les deux derniers alinéas pouvaient également être supprimés. En effet, il n'existe pas de particularisme de l'inscription et du renouvellement des sûretés conférées à la masse des obligataires et le droit commun de l'inscription et du renouvellement des sûretés est suffisant.</p>
---	--

Ordonnance	Explications
<p>Article 17</p> <p>« Art. L. 228-80.-La mainlevée des inscriptions intervient <u>selon les modalités prévues au contrat d'émission ou, à défaut,</u> dans les conditions déterminées par décret en Conseil d'Etat. ».</p>	<p>Le contrat doit pouvoir permettre de fixer "en amont" certaines hypothèses de mainlevée et de les rendre ainsi « automatiques ».</p> <p>Les nouvelles dispositions introduisent une marge de manœuvre permettant au représentant de la masse de gérer plus rationnellement les sûretés qui ont été constituées pour le compte de la masse.</p> <p>Le représentant de la masse pourra ainsi par exemple, selon les modalités prévues au contrat d'émission, dégrever certaines sûretés, notamment lorsqu'elles sont constituées à l'intérieur d'un « pool » de sûretés, en fonction de la variation de la valeur de ces actifs pendant la durée de l'emprunt obligataire.</p>

Ordonnance	Explications
<p>Article 18</p> <p>« Art. L. 228-81.- Les <u>garantiessûretés réelles et cessions à titre de garantie</u> constituées postérieurement à l'émission des obligations <u>le</u> sont conférées par le président du conseil d'administration, le représentant du directoire ou le gérant, sur autorisation de l'organe social habilité à cet effet par les statuts par la société pour le compte de la masse des obligataires. Elles sont acceptées par le représentant de la masse. »</p>	<p>Amendement de coordination (voir article L. 228-77)</p> <p>Il était utile de préciser que les sûretés constituées après l'émission le sont en faveur de la masse, comme celles constituées avant ou à l'émission. A défaut on constatait parfois en pratique que les sûretés constituées après l'émission, l'étaient en faveur de chacun des obligataires personnellement, au motif que seuls les obligataires étaient créanciers de l'émetteur et que l'on ne peut, sauf disposition spéciale, constituer de sûretés qu'en faveur de créanciers. Ceci paraissait injustifié juridiquement, puisque selon l'analyse classique chaque obligataire ne détient qu'une fraction d'un même droit de créance, dont l'intégralité est bien détenue par la masse des obligataires. Celle-ci est donc fondée à être destinataire</p>

des sûretés. Enfin lorsque les sûretés sont constituées en faveur de chacun des obligataires personnellement il s'ensuit la nécessité de modifier les inscriptions de sûretés lors de chaque cession d'obligations, ce qui est inutilement pesant. D'où la nécessité de préciser ce point.

Le projet d'ordonnance publié sur le site de la Direction Générale du Trésor le 31 janvier 2017 ne contenait pas, après « sûretés réelles », les mots « et cessions à titre de garantie ». Ces mots ont été ajoutés à la fin de la période de consultation à la demande d'une personne ayant répondu à la consultation. En effet à côté de la fiducie figurant dans le titre II du code civil relatif aux sûretés réelles il existe d'autres cessions fiduciaires (gage-espèces, garanties financières ...) qui ne sont pas nécessairement des sûretés réelles selon le code civil. L'ajout était donc justifié même si en l'absence de cet ajout on aurait pu raisonner par analogie.

L'ajout a été fait uniquement à l'article L. 228-91 du code de commerce, donc seulement pour les sûretés et cessions fiduciaires constituées postérieurement à l'émission, alors que l'intention était également de modifier les articles L. 228-65, L. 228-77 et L. 228-79.

Ordonnance	Explications
<p>Article 19</p> <p>L'article L. 213-1 A du code monétaire et financier est remplacé par un article L. 213-0-1 ainsi rédigé :</p> <p><u>« Art. L. 213-0-1.-Les titres de créance représentent chacun un droit de créance sur la personne morale ou le fonds commun de titrisation qui les émet.</u></p> <p><u>« Par dérogation à l'article 1349 du code civil et à l'article L. 228-74 du code de commerce, peuvent être acquis et conservés par leurs émetteurs aux fins de favoriser la liquidité desdits titresleur liquidité et, pour les titres mentionnés au 3° ci-dessous, peuvent être souscrits ou acquis et conservés par leurs émetteurs lorsque ces émetteurs ont le statut d'établissement de crédit, d'entreprise d'investissement ou de société de financement :</u></p> <p><u>« 1° Les titres de créances négociables ;</u></p> <p><u>« 2° Les titres de créance ne donnant pas accès au capital admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation qui se soumet aux dispositions législatives et réglementaires visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations dans les conditions déterminées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers ;</u></p> <p><u>« 3° Les obligations ne donnant pas accès au capital émises par des émetteurs ayant le statut d'établissement de crédit, d'entreprise d'investissement ou de société de financement.</u></p>	<p>Les établissements de crédit (EC), entreprises d'investissements (EI) et sociétés de financement (SF) (ci-après les « établissements financiers ») étrangers peuvent placer leurs propres obligations sur le marché primaire et négocier leurs propres obligations sur le marché secondaire. Les établissements financiers français ne pouvaient placer ou négocier leurs propres obligations à raison de la règle qui veut que les obligations rachetées par leurs émetteurs soient immédiatement annulées. Les établissements financiers français étaient donc contraints de loger ces activités de placement et négociation (<i>trading</i>) de leurs obligations dans des filiales qui devaient être capitalisées puis agréées en tant que EC, EI ou SF.</p> <p>Certes depuis 2010 les émetteurs d'obligations sont autorisés à les racheter sans que ces titres doivent être annulés 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 sur le marché primaire. S'agissant du marché secondaire le <i>trading</i> par un établissement financier de ses propres titres ne s'explique pas toujours par l'idée de favoriser la liquidité des titres.</p> <p>La constitution par les établissements financiers français de filiales capitalisées et agréées afin d'effectuer le placement et le <i>trading</i> de leurs propres obligations créait une distorsion de concurrence entre les établissements français et étrangers.</p> <p>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.</p> <p>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 futur décret, conserver leurs obligations sur une durée fixée au maximum à 60 jours calendaires. La durée de 60 jours a été retenue 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).</p> <p>S'agissant du <i>trading</i> de leurs propres obligations sur le marché secondaire ce sont les limites déjà existantes 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.</p>

« Pendant le temps de leur conservation par l'émetteur, tous les droits attachés aux titres de créance ~~visés~~ mentionnés aux 2° et 3° sont suspendus.

« Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers détermine les conditions dans lesquelles l'émetteur rend public le rachat d'une quantité de titres de créance ~~visés~~ mentionnés au 2°.

« Un décret détermine la durée maximale de détention des titres de créance ~~visés~~ mentionnés aux 2° et 3°, souscrits ou acquis, ~~et~~ conservés par l'émetteur.

« Un émetteur ne peut détenir plus de 15 % d'une même émission d'un titre de créance ~~visé~~ mentionné aux 2° et 3°. Toutefois, cette limite n'est pas applicable pour les titres mentionnés au 3° souscrits ou acquis pour les besoins du placement par l'émetteur de ces titres.

« Un décret détermine les conditions dans lesquelles l'émetteur peut racheter des titres de créances négociables qu'il a émis et ~~doit~~ informer la Banque de France de ces rachats. »

Ordonnance	Explications
<p>Article 20</p> <p>Après l'article L. 213-6-2 du même code, il est inséré un article L. 213-6-3 ainsi rédigé :</p> <p>« Art. L. 213-6-3.-I.-Sous réserve des dispositions du III, le contrat d'émission des obligations dont la valeur nominale à l'émission est au moins égale à un montant fixé par décret en</p>	<p>Introduction. L'article L. 213-6-3 (nouveau) du code monétaire et financier vise à moderniser, sécuriser et contractualiser le système français de représentation des porteurs d'obligations lorsque les émissions en question sont des émissions qui ne sont pas offertes au public (émissions dites "<i>wholesale</i>"). S'agissant des émissions offertes au public (émissions dites "<i>retail</i>"), les porteurs d'obligations continueront de bénéficier du système de représentation de la masse, organisé par les articles L. 228-46 et suivants du Code de commerce, tels que modernisés par l'Ordonnance.</p>

Conseil d'Etat peut prévoir que tout ou partie des dispositions législatives et réglementaires relatives à la masse des obligataires, aux représentants de la masse et aux assemblées générales d'obligataires ne leur sont pas applicables. Dans cette hypothèse, le contrat d'émission des obligations organise la représentation des obligataires et prévoit les règles de quorum et de majorité applicables à leurs décisions.

« Les dispositions de l'alinéa précédent sont également applicables lorsque les obligations émises ne peuvent être acquises que pour un montant par investisseur et par opération au moins égal à un montant fixé par décret en Conseil d'Etat.

« Dans les cas prévus aux deux alinéas précédents et lorsque l'émission ne constitue pas une offre au public au sens de l'article L. 411-1, le contrat d'émission ainsi que tout autre document contractuel afférent à l'émission des obligations, à leur service financier ou à leur couverture peuvent être rédigés dans une langue, autre que le français, usuelle en matière financière.

« II.- Le contrat d'émission peut également prévoir les conditions dans lesquelles les obligataires peuvent voter avec d'autres créanciers, sous réserve d'un accord préalablement convenu avec eux.

« III.- Lorsque le contrat d'émission prévoit la nomination d'un ou plusieurs représentants des obligataires ou du mandataire mentionné au IV, les dispositions des articles L. 228-49, L. 228-62 et L. 228-63 du code de commerce sont applicables.

« IV.- En l'absence de masse et d'un représentant, lorsque l'émetteur participe à une opération de fusion, de scission, de réduction de capital non motivée par des pertes ou, s'il est constitué sous forme de société européenne, de transfert du siège social dans un autre Etat membre, les obligataires bénéficient des mêmes droits que les créanciers non obligataires.

Le système antérieur à l'Ordonnance était issu du décret-loi du 30 octobre 1935 qui a créé la masse des obligataires et la régle dans ses détails. Ce système repris par la loi de 1966 et codifié dans le code de commerce prévoyait la possibilité de s'en écarter dans des cas spécifiques (emprunts soumis à un régime légal, emprunts garantis par l'Etat, les départements, les communes ou les établissements publics et emprunts émis à l'étranger (article L. 228-90 du code de commerce)). Pour les raisons évoquées ci-dessous il apparaissait nécessaire d'élargir cette faculté lorsque l'émission est réalisée dans le cadre d'une exemption à l'offre publique c'est-à-dire lorsqu'il s'agit d'une émission *wholesale* de titres dont la valeur nominale ou la quotité minimale de négociation est au moins égale à 100 000 euros.

Dans un contexte de restriction du financement bancaire, les sociétés françaises recherchent des moyens de financement alternatifs et innovants adaptés à leur structure bilancielle et leurs objectifs de croissance. De même les investisseurs institutionnels se doivent de diversifier leurs portefeuilles et ont recours à des investissements diversifiés tant dans leurs modalités que de par la taille de l'entreprise émettrice. L'emprunt obligataire est un outil adapté au contexte actuel de marché et on a pu voir ces dernières années, grâce notamment à de nombreuses initiatives et réformes juridiques, fleurir des financements obligataires innovants destinés à répondre aux contraintes de sociétés de toutes tailles et aux objectifs de rendement des investisseurs.

Le marché obligataire n'est plus le monopole des grands émetteurs. Les entreprises de taille intermédiaire (ETI) qui se finançaient autrefois exclusivement auprès des banques, n'hésitent plus à diversifier leurs sources de financement en s'adressant au marché obligataire : c'est le phénomène des Euro PP encouragés par les différents acteurs de la place financière de Paris (Charte Euro PP – juin 2014) et par la Commission européenne (livre vert sur l'union des marchés de capitaux, février 2015). Ces ETI et leurs investisseurs – essentiellement des assureurs, des mutuelles et des gestionnaires de fonds, donc des investisseurs institutionnels – ont besoin d'une certaine liberté contractuelle pour aménager leurs rapports, et ce même si leurs emprunts ne sont pas émis « à l'étranger » au sens de l'article L. 228-90.

L'autre actualité du sujet vient des grands projets d'infrastructures (autoroutes, parcs d'éoliennes, pose de fibres pour l'internet à haut débit...) qui ne peuvent plus être financés uniquement par les pouvoirs publics, les constructeurs et les banques ; les marchés sont mis à contribution, avec l'appui des institutions françaises et européennes, grâce à l'émission d'obligations dites de projet (*project bonds*) auprès d'investisseurs institutionnels. La France est d'ailleurs en pointe sur ce sujet. Les obligations de projet ayant une échéance souvent longue (10 ans, 20 ans voire 30 ans) et participant à un financement ou refinancement de sources multiples et pour des projets vivants soumis à des aléas pendant la vie des emprunts, la possibilité d'aménager contractuellement les rapports entre les obligataires et l'émetteur, et de revoir cet aménagement périodiquement, est souvent une nécessité.

« Le contrat d'émission peut prévoir que les obligataires désignent un mandataire chargé de les représenter lorsque l'émetteur fait l'objet d'une des procédures du livre VI du code de commerce ou des procédures similaires de droit étranger. Ce mandataire procède à la déclaration des créances obligataires.

« V.- L'émetteur a la faculté de modifier le contrat d'émission des obligations mentionnées au I sans le consentement des obligataires afin de corriger une erreur matérielle.

« VI.- Les dispositions du présent article ne sont pas applicables aux obligations donnant accès à des titres de capital à émettre, ni aux titres émis par l'Etat. »

Enfin s'agissant des émissions obligataires des grandes sociétés commerciales et des grandes banques on ne peut que constater qu'un certain nombre d'entre elles soumettent leurs émissions obligataires à des droits étrangers (principalement anglo-saxons) afin, dans l'aménagement des rapports émetteurs-investisseurs, de pouvoir faire bénéficier ces émissions d'une plus grande flexibilité. D'où le fait que le présent article autorise, pour les émissions qui ne sont pas des émissions *retail*, les émetteurs et les obligataires à aménager librement leurs rapports.

La transformation du marché obligataire s'est accompagnée d'une plus grande implication des investisseurs institutionnels dans la négociation des modalités de l'emprunt et le souci constant de privilégier une relation souple et directe avec l'émetteur. Le système français de représentation des porteurs d'obligations, à travers une masse ayant la personnalité morale, parfois mal compris des investisseurs étrangers, ne répondait plus complètement aux standards du marché obligataire et une réforme de ce système pour les émissions destinées aux investisseurs institutionnels s'avérait nécessaire. L'ouverture du droit national à une coopération renforcée entre les émetteurs et les investisseurs institutionnels contribuera à renforcer l'attractivité de la place financière de Paris en l'alignant sur la pratique suivie sur les marchés internationaux.

Paragraphe I.

Le I. alinéas 1^{er} et 2 de l'article autorise le contrat d'émission, lorsque l'émission n'est pas offerte au public, à organiser librement les rapports entre l'émetteur et les détenteurs d'obligations sans que l'ensemble des prescriptions relatives à la masse légale s'appliquent.

Selon la directive prospectus et sa transposition en droit interne, il n'y a pas offre au public lorsque les offres portent sur des titres dont la valeur nominale unitaire est supérieure ou égale à 100 000 euros ou qui ne peuvent être souscrits que pour un montant minimum de 100 000 euros ; ce seuil objectif de 100 000 euros, créé pour les besoins de la réglementation applicable à l'information à fournir dans les documents d'offres (prospectus), est considéré comme permettant d'exclure les investisseurs de « détail » (*retail*). C'est la valeur nominale égale ou supérieure à 100 000 euros qui, dans la pratique actuelle est l'exception aux offres publiques la plus utilisée. Quant au montant de 100 000 euros il a été jugé souhaitable de le renvoyer à un décret ceci afin de permettre une adaptation rapide des textes français à la réglementation européenne future et à la pratique de marché.

On pourrait penser à limiter le régime nouveau aux offres d'obligations qui sont réservées à des investisseurs qualifiés quelles que soient la valeur ou la qualité minimale de négociation des titres. Cependant, si le contrôle de qui achète les titres est aisé à mettre en œuvre au moment de l'émission, donc sur le marché primaire, il s'avère souvent impossible à mettre en œuvre en cours de vie de l'emprunt. Les

obligations étant le plus souvent émises au porteur, elles sont susceptibles d'être ultérieurement cédées sur le marché secondaire sans que la société émettrice puisse vérifier la qualité de l'acheteur. La libre cessibilité des titres ainsi que leur forme de détention au porteur auraient ainsi privé d'effet un nouveau régime réservé à l'émission aux investisseurs qualifiés, puisqu'il se serait vu neutralisé dès la cession de l'une des obligations postérieurement à l'émission du fait de l'impossibilité de vérifier si le critère d'un emprunt placé exclusivement auprès d'investisseurs qualifiés était respecté. Aussi est-il apparu plus opportun de baser le critère permettant d'aménager les règles de représentation sur un seuil chiffré plutôt que sur la qualité des porteurs, ceci afin de le rendre opérant tout au long de l'emprunt. Une valeur nominale ou une quotité de négociation élevée est le gage objectif que la très grande majorité des particuliers n'aura pas accès au titre.

Le I. alinéas 1^{er} et 2 de l'article permet pour les émissions *wholesale* soit de continuer de soumettre l'organisation des relations entre l'émetteur et les obligataires à la masse du code de commerce, avec la possibilité d'ajuster librement dans le contrat d'émission certaines modalités, soit d'organiser un régime purement contractuel, sans masse. Le contrat d'émission pourra notamment (sans que cela ne soit limitatif) :

- prévoir des assemblées générales d'obligataires et stipuler des conditions de quorum et de majorité pouvant lier l'ensemble des obligataires d'une même émission, sans que ces obligataires ne constituent une masse dotée de la personnalité civile et sans qu'il soit nécessaire de nommer un représentant ;
- prendre acte, par exemple, qu'en cas de projet de fusion, de scission ou d'apport partiel d'actif impliquant l'émetteur il ne sera pas nécessaire de soumettre le projet aux assemblées d'obligataires (voir le IV du présent article) ;
- 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 ;
- si le contrat d'émission prévoit de réunir les obligataires en une masse dotée d'un ou plusieurs représentants, définir les pouvoirs du ou des représentants, chacun des représentants pouvant avoir sa propre sphère de compétence selon les stipulations du contrat.

Sur cette énumération des possibilités offertes par le texte nouveau, on notera que la première et la troisième se retrouvent dans le régime des clauses d'actions collectives concernant les titres d'Etat (article 59 de la loi de finances pour 2013 ; articles 1^{er}, 7 à 11 du décret du 29 décembre 2012). En effet

les clauses d'action collectives des titres d'Etat s'inspirent, dans l'aménagement des rapports entre l'émetteur et ses investisseurs, des standards internationaux sur la représentation des obligataires.

Comme indiqué au quatrième point de l'énumération, le contrat d'émission peut maintenir la masse (tout en l'assouplissant) ceci dans le but de faciliter les émissions obligataires munies de sûretés ; 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 PP, des financements immobiliers et des *project bonds*. En l'absence de masse dotée de la personnalité morale, les sûretés doivent être accordées, soit à chacun des obligataires individuellement, ce qui crée des difficultés lors de la cession des obligations (voir article 18), soit à un agent des sûretés du code civil cet agent étant titulaire des sûretés même s'il agit pour le bénéfice des obligataires (articles 2488-6 et suivants issus de l'ordonnance n° 2017-748 du 4 mai 2017. En outre, en présence d'une masse et d'une pluralité de représentants de la masse (le code de commerce permet d'en nommer jusqu'à trois), le contrat peut attribuer à chacun d'eux un domaine de compétence spécifique, l'un de ces domaines pouvant être la vérification périodique des engagements financiers pris par l'émetteur ou encore la gestion des sûretés accordées à la masse des obligataires.

Le I 3° alinéa permettra, dans les cas qu'il prévoit, de rédiger en anglais l'ensemble de la documentation contractuelle relative à une émission obligataire.

La langue considérée comme usuelle en matière financière sur le marché international est aujourd'hui l'anglais ; l'article L. 412-1 du Code monétaire et financier tient compte de cette réalité en autorisant, dans les cas prévus par le règlement général de l'AMF, la rédaction des prospectus d'émission de titres financiers « dans une langue usuelle en matière financière autre que le français » ; les titres dont il s'agit sont essentiellement les obligations.

L'autorisation d'une langue usuelle en matière financière autre que le français ne valant que pour les prospectus, l'ensemble de la documentation contractuelle relative aux émissions d'obligations continuait souvent par un *a contrario* de l'article L. 412-1 à être rédigée en français ou encore en bilingue, ce qui a alors un impact sur le coût et le calendrier des émissions.

Le prospectus contenant des extraits de l'ensemble de la documentation relative à l'émission de titres il est souhaitable qu'il y ait unité de langue entre le prospectus et les contrats qui sont relatifs à la même émission ; les contrats dont il s'agit sont (a) les contrats permettant l'émission elle-même y compris si cette émission est munie de sûretés, (b) son service financier (c'est-à-dire le paiement des coupons et le remboursement du principal) pendant toute la durée de vie des titres et enfin (c) les contrats permettant à

l'émetteur de se couvrir s'il le désire en transformant, par exemple, une émission en devises en une émission en euros ou une émission à taux variable en une émission à taux fixe.

Enfin il convient de noter que le I 3^e alinéa concerne la documentation contractuelle de (a) toutes les émissions obligataires que celles-ci soient cotées ou non et (b) de tous les émetteurs d'obligations que ceux-ci relèvent du droit privé ou du droit public. Le texte nouveau facilitera ainsi les placements privés auprès d'investisseurs internationaux. Il s'agit là d'une nouvelle exception à la loi du 4 août 1994 relative à l'emploi de la langue française.

Paragraphe II.

Par ailleurs, dans la mesure où une émission obligataire concourt avec d'autres sources de financement (une autre émission obligataire, un prêt bancaire, un rehaussement de crédit, une opération de dérivés...) au financement d'une entreprise ou d'un projet, le II. de l'article dispose que le contrat peut prévoir de faire voter ensemble les différents créanciers mais à la condition de l'existence préalable d'un accord entre tous les créanciers sur les modalités de vote en commun. Cette disposition est surtout requise pour le développement des obligations de projet qui ne constituent souvent qu'une source de financement, parmi d'autres, des projets d'infrastructure. Elle est aussi utile lorsqu'un Euro PP est assorti de sûretés partagées entre les créanciers de catégories diverses, ceci afin que les prêteurs obligataires et bancaires puissent bénéficier à égalité de ces sûretés.

Paragraphe III.

Certaines sociétés et leurs investisseurs obligataires professionnels pourront organiser leurs rapports contractuels sans pour cela constituer une masse et nommer un représentant de la masse. C'est ce que l'on constate pour les émissions internationales des sociétés *investment grade* soumises à un droit étranger ; les obligataires ne sont pas constitués en une personne morale. Toutefois il a été précédemment indiqué que les parties à une émission obligataire munies de sûretés ou un Euro PP pourront trouver avantage à créer une masse et à nommer un ou plusieurs représentants des obligataires. D'ailleurs, dans ces hypothèses on note souvent en droit étranger la présence d'un *security trustee*. Lorsqu'un représentant des obligataires ou un mandataire est nommé il va de soi que les incompatibilités édictées par les articles L. 228-49, L. 228-62 et L. 228-63 du Code de commerce devront être respectées ceci dans le souci, d'une part, d'éviter les situations de conflit avec la société émettrice et, d'autre part, de s'assurer de la moralité des personnes nommées.

Paragraphe IV.

Le paragraphe tire les conséquences de l'absence de masse dotée de la personnalité morale et d'un représentant pour les émissions qui ne sont pas offertes au public : les obligataires non réunis en une masse sont considérés comme des créanciers individuels lorsque l'émetteur participe à une opération de fusion, de scission ou de réduction du capital non motivée par des pertes ou encore lorsque l'émetteur transfère son siège social dans un autre Etat membre. Les obligataires bénéficient alors des mêmes protections que les créanciers non obligataires ; ils bénéficient ainsi du droit d'opposition individuel de ces créanciers.

De même en l'absence de masse les obligataires pourront, si le contrat d'émission le prévoit, désigner un mandataire qui les représentera dans les procédures collectives affectant l'émetteur ; ce mandataire déclarera globalement les créances des obligataires. A défaut de désignation d'un mandataire chacun des obligataires devra déclarer sa créance.

Paragraphe V.

Conformément à la pratique des émissions internationales l'article 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, avant 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.

La possibilité pour l'émetteur de corriger seul une erreur matérielle appartient déjà à l'Etat pour les OAT (article 59 de la loi de finance pour 2013 ; article 1^{er}, second alinéa, du décret du 29 décembre 2012).

Paragraphe VI.

Sont exclus du champ de l'article 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 les titres émis par l'Etat – qui disposent déjà d'un régime spécial.

S'agissant des émissions d'obligations convertibles en actions ou d'obligations assorties de bons de souscription d'actions il est vrai qu'elles sont parfois réalisées par placement privé sans offre au public. Cependant la valeur de ces titres donnant droit à des actions est déterminée à partir de celle des actions. Or, le prix de bourse de ces actions est presque toujours très inférieur à 100 000 €, ceci afin de renforcer la liquidité desdites actions.

Place du nouvel article

On note aujourd'hui, à côté des sociétés commerciales, une multiplication d'autres catégories d'émetteurs d'obligations : des organismes de titrisation aux collectivités territoriales en passant par les établissements publics, les mutuelles et les institutions de prévoyance. Il en résulte que les obligations sont aujourd'hui régies par un millefeuille de normes. D'où le fait que le présent article trouve logiquement sa place dans le code monétaire et financier qui contient les règles générales applicables aux obligations quel que soit l'émetteur.

Article antérieur à l'Ordonnance	Ordonnance	Explications
<p>Article L. 1611-3 du Code Général des Collectivités Territoriales</p> <p>La réalisation d'emprunts par voie de souscription publique est soumise à autorisation dans les conditions prévues par l'article 82 de la loi n° 46-2914 du 23 décembre 1946 portant ouverture de crédits provisoires, complété par l'article 42 de la loi n° 53-80 du 7 février 1953.</p>	<p>Article 21</p> <p>L'article L. 1611-3 du code général des collectivités territoriales est abrogé.</p>	<p>La seule raison d'être de l'article L. 1611-3 tenait à l'existence de l'article 82 de la loi du 23 décembre 1946.</p> <p>Celui-ci soumet les émissions d'obligations, d'actions et autres titres à autorisation préalable du ministre des finances par application de l'article 82 de la loi du 23 décembre 1946. Il en va ainsi de toutes les émissions d'un montant supérieur à 38 112,25 euros (chiffre autrefois rond en francs). Les contrevenants qui ne demanderaient pas l'autorisation encourent des sanctions pénales. Toutefois l'article 82 n'est plus appliqué depuis plusieurs décennies.</p> <p>Selon le Code des Sociétés Dalloz 2017, l'article 82 aurait été assoupli par une lettre du ministre de l'économie, des finances et du budget du 11 avril 1986. Selon le Lamy Sociétés Commerciales 2016 c'est un communiqué de la Direction du Trésor du 14 avril 1986 qui aurait accordé de nombreuses dérogations à l'article 82 de la loi de 1946. Ces documents ne semblent pas disponibles.</p> <p>L'abrogation de ce texte est demandée par le rapport sur les handicaps de compétitivité de la place de Paris (rapport « grains de sable ») du comité de place Paris 2020.</p> <p>Toutefois l'habilitation du gouvernement (article 117 I 1° de la loi dite Sapin 2 du 9 décembre 2016) à prendre une Ordonnance était limitée aux émissions obligataires. Abroger l'article 82 de la loi du 23 décembre 1946 pour les seules obligations aurait pu être interprété comme un désir de refaire revivre ce texte pour tous les autres titres financiers. Il a donc été décidé de n'abroger que l'article L. 1611-3 du code général des collectivités territoriales.</p>

Article antérieur à l'Ordonnance	Ordonnance	Explications
<p>Article L. 1611-3-1 du Code Général des Collectivités Territoriales</p> <p>I.-Sous réserve des dispositions de l'article L. 1611-3, les collectivités territoriales, leurs groupements et les services départementaux d'incendie et de secours peuvent souscrire des emprunts auprès des établissements de crédit ou des sociétés de financement dans les limites et sous les réserves suivantes :</p> <p>1° L'emprunt est libellé en euros ou en devises étrangères. Dans ce dernier cas, afin d'assurer une couverture intégrale du risque de change, un contrat d'échange de devises contre euros doit être conclu lors de la souscription de l'emprunt pour le montant total et la durée totale de l'emprunt ;</p> <p>2° Le taux d'intérêt peut être fixe ou variable. Un décret en Conseil d'Etat détermine les indices et les écarts d'indices autorisés pour les clauses d'indexation des taux d'intérêt variables ;</p> <p>3° La formule d'indexation des taux variables doit répondre à des critères de simplicité ou de prévisibilité des charges financières des collectivités territoriales, de leurs groupements et des services départementaux d'incendie et de secours. Les conditions d'application du présent 3° sont fixées par décret en Conseil d'Etat.</p> <p>II.-Un contrat financier adossé à un emprunt auprès d'un établissement de crédit ou d'une société de financement ne peut avoir pour conséquence de déroger au I. Les conditions d'application du présent II sont fixées par décret en Conseil d'Etat.</p>	<p>Article 22</p> <p>Au premier alinéa du I de l'article L. 1611-3-1 du même code, les mots : « Sous réserve des dispositions de l'article L. 1611-3, » sont supprimés.</p>	<p>Conséquence de l'article précédent.</p>

Article antérieur à l'Ordonnance	Ordonnance	Explications
<p>Article L. 2337-3</p> <p>Les communes peuvent recourir à l'emprunt sous réserve des dispositions des articles L. 1611-3 et L. 1611-3-1.</p>	<p>Article 23</p> <p>A l'article L. 2337-3 du même code, les mots « des articles L. 1611-3 et » sont remplacés par les mots : « de l'article ».</p>	<p>Conséquence de l'article 21.</p>

Article antérieur à l'Ordonnance	Ordonnance	Explications
<p>Loi du 11 juillet 1934</p> <p>Article unique</p> <p>Les demandes relatives au remboursement des titres émis par les sociétés et collectivités ou au paiement des coupons sont portées devant les tribunaux du siège de la société et de la collectivité défenderesses, si le siège social est situé en France.</p> <p>Ces demandes sont portées devant les tribunaux de la Seine si les sociétés ou collectivités défenderesses ont leur siège à l'étranger, à moins qu'elles n'aient fait, par acte antérieur à l'émission, élection de domicile en France, auquel cas la demande est portée devant le tribunal du domicile élu.</p>	<p>Article 24</p> <p>La loi du 11 juillet 1934 relative à la compétence en matière de remboursement de titres ou de paiement de coupons émis par les sociétés et collectivités françaises ou étrangères est abrogée.</p>	<p>La loi de 1934 avait pour but de mettre fin à la théorie jurisprudentielle des « gares principales » en ce qui concerne les émissions obligataires. La théorie des gares principales permettait à un porteur d'obligations de saisir, à son choix, l'un quelconque des tribunaux où la société émettrice des obligations avait une gare principale (pour les sociétés de chemin de fer) et par extension une succursale principale (pour toutes les autres sociétés et notamment les banques). Il en était résulté des contradictions de jugements : plusieurs tribunaux saisis de la même question statuant de manière différente. La loi de 1934 avait pour but d'éviter pour l'avenir ces contradictions en concentrant le contentieux au siège de la société émettrice. Cependant la loi de 1934 a beaucoup vieilli. La référence aux tribunaux de la Seine se passe de commentaires. Ce texte méritait donc d'être modernisé. Il mériterait d'être aussi étendu. Son champ d'application ne concerne en effet que les demandes relatives au <u>remboursement</u> des titres et au paiement des <u>coupons</u>. Or un contentieux peut s'élever à propos de bien d'autres choses, par exemple, un ratio financier à respecter par l'émetteur des obligations.</p> <p>Les règles de compétence des tribunaux qui en 1934 relevaient du législateur, entrent aujourd'hui, selon la Constitution de 1958, dans le domaine réglementaire (voir par exemple la codification à l'article 43 du code de procédure civile les règles relatives à la compétence territoriale par le décret du 9 décembre 1975). Il était donc proposé d'abroger l'article unique de la loi de 1934 avant de reprendre son contenu, après modernisation et extension, par décret.</p> <p>C'est ce que confirmait le rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance : « Les dispositions abrogées seront rétablies au niveau réglementaire et adaptées. La lecture du décret d'application de l'ordonnance (décret n° 2017-1165 du 12 juillet 2017) montre néanmoins que le rétablissement et la modernisation n'ont pas eu lieu.</p>

Ordonnance	Explications
<p>Article 25</p> <p>Le décret-loi du 30 octobre 1935 relatif à la protection des obligataires est abrogé.*</p> <p><i>* Le décret-loi comportait 42 articles. Le texte du décret-loi peut encore être trouvé sur Légifrance.</i></p>	<p>Ce décret-loi était une réponse à la crise de 1929 qui avait montré la nécessité de protéger les obligataires en les réunissant en une masse.</p> <p>La loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales avait abrogé le décret-loi du 30 octobre 1935 en tant qu'il concernait les émissions d'obligations faites par les sociétés françaises. Il restait théoriquement applicable aux sociétés étrangères offrant leurs obligations publiquement en France ainsi qu'aux collectivités françaises autres que les sociétés.</p> <p>S'agissant des sociétés étrangères offrant leurs obligations en France, le décret-loi constitue les porteurs français (mais eux seulement) en une masse soumise aux dispositions du décret-loi. Cette protection était nécessaire parce que, en 1935, très peu de droits étrangers se souciaient de la représentation et de la protection des obligataires. Il en va différemment aujourd'hui.</p> <p>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 était 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'opposait à ce dépeçage des obligataires suivant leur pays de résidence.</p> <p>Les dispositions du décret-loi de 1935 relatif à la protection des obligataires sont également archaïques. On ne donnera ici que deux exemples d'archaïsme : l'article 6 du décret-loi contient toutes les mentions devant figurer sur les titres-papier alors que le monde est aujourd'hui passé à la dématérialisation des titres ; l'article 25 ignore le droit européen puisque dispose que le mandat des représentants de la masse est réservé aux nationaux français. Or ces dispositions étaient sanctionnées pénalement (articles 34 à 36).</p> <p>En pratique le décret-loi était déjà abrogé par désuétude. Il convenait donc de l'abroger légalement. Une étude de la jurisprudence ne révèle d'ailleurs aucune application récente du décret-loi par les tribunaux.</p>

Ordonnance	Explications
<p>Article 26</p> <p>(Le long article 26 n'est pas ici reproduit. Il est relatif à l'application de l'Ordonnance outre-mer.)</p>	

Ordonnance	Explications
<p>Article 27</p> <p>Le Premier ministre, le ministre de l'économie et des finances, le garde des sceaux, ministre de la justice, et la ministre des outre-mer sont responsables, chacun en ce qui le concerne, de l'application de la présente ordonnance, qui sera publiée au Journal officiel de la République française.</p>	

ANNEXE

Composition de la Commission Obligataire de Paris Europlace

Président

Gilles Endréo, avocat associé - White & Case LLP

Comité de pilotage

- Alice Bonardi, Paris Head of Legal Global Markets France – BNP Paribas
- Gilles Endréo, avocat associé – White & Case LLP
- Hubert Merveilleux du Vignaux, avocat associé – Gide Loyrette Nouel
- Marc-Etienne Sébire, avocat associé – CMS Bureau Francis Lefebvre

Autorité des marchés financiers

- Delphine Dirat, Direction de la régulation et des affaires internationales
- Christelle Le Calvez, Direction des affaires juridiques

Direction Générale du Trésor

- Jean Boissinot, Chef du pôle d'analyse économique du secteur financier
- Sarah Finkelstein, Adjoint au Chef du bureau épargne et marché financier
- Hubert Gasztowtt, Conseil juridique du directeur du Trésor
- Alice Navarro, Conseillère juridique de la Directrice générale

Ministère de la Justice

- Nicolas Faas – Direction des affaires civiles et du sceau
- Constance Lachèze – Direction des affaires civiles et du sceau

Ont participé aux réunions du groupe de travail

- Alexandre Akhavi, Responsable juridique financement & trésorerie du Groupe EDF et Président de la Commission juridique de l'AFTE
- Fabrice Armand, avocat associé – DLA Piper
- Alice Bonardi, Paris Head of Legal Global Markets France – BNP Paribas
- Frédéric Brignatz, Fixed income debt issues legal department – Société Générale
- Sylvie Dariosecq, directeur des affaires juridiques – AMAFI (Association Française Des Marchés Financiers)
- Richard Dassin, avocat collaborateur – DLA Piper
- Carine Delfrayssi, chargée de mission - Affaires juridiques et européennes – Paris Europlace
- Véronique Delaittre, avocat associé – Linklaters LLP
- Stéphane Derouvroy, co-head debt capital markets – HSBC France
- Pierre-André Destrée, avocat counsel – Linklaters LLP
- Laurent Durand, deputy head – HSBC France
- Hervé Ekué, avocat associé – Allen & Overy LLP
- Bruno Fitsch-Mouras, corporate & financial law head of financial law legal department – Orange
- Vladimir Ganem, chargé de mission juridique – Paris Europlace
- Sophie Gasné, responsable du pôle opérations financières - Direction juridique – AXA
- Myriam Issad, avocat – CMS Bureau Francis Lefebvre
- Anne-Laure Jestin, responsable département émissions de dette - Direction juridique – Natixis

Ont participé aux réunions du groupe de travail (suite)

- Grégoire Karila, avocat associé – White & Case LLP
- Bénédicte de Kervern, juriste – ANSA (Association Nationale des Sociétés par Actions)
- Daniela Kotzeva, avocat – Ashurst LLP
- Emmanuelle Leroy, avocat – Ashurst LLP
- Laurent Letohic, executive director DCM-Legal / Capital Markets – Crédit Agricole CIB
- Hubert Merveilleux du Vignaux, avocat associé – Gide Loyrette Nouel
- Marie-Aude Noury, avocat - Cabinet Noury
- Béatrice de Pompignan, juriste droit financier – CDC (Caisse des Dépôts et Consignations)
- Emmanuel Remenant, managing director DCM-Legal / Capital Markets – Crédit Agricole CIB
- Isabelle Renaudie, avocat counsel – White & Case LLP
- Julien Sébastien, avocat associé – Allen & Overy LLP
- Marc-Etienne Sébire, avocat associé – CMS Bureau Francis Lefebvre
- Fiona Stal, Head of Legal, Debt Capital markets – Société Générale
- Grégoire de Thier, senior financial advisor corporate finance – ENGIE
- Laurent Tissot, vice-Président - legal counsel - Deutsche Bank AG
- Jean-Paul Valuet, secrétaire général – ANSA (Association Nationale des Sociétés par Actions)
- Christophe Yvon, responsable du droit des opérations de marché – Société Générale