



EMISSIONS DE TITRES DE CRÉANCE ATTRACTIVITÉ DU DROIT FRANÇAIS

R A P P O R T



Le droit français, un droit attractif pour régir les émissions de titres de créance

Le présent rapport dresse un état des lieux de l'attractivité du droit français pour régir les titres de créance, notamment pour des émetteurs étrangers cherchant une alternative au droit anglais à la suite de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne et dans le contexte de l'Union des Marchés de Capitaux. Sur une initiative conjointe du Collège Entreprise et du Comité Environnement réglementaire et juridique de Paris Europlace, ce rapport est le fruit des travaux menés par des représentants d'associations professionnelles, de banques, d'émetteurs, des pouvoirs publics, de cabinets d'avocats et d'autres parties prenantes du marché obligataire¹.

Le droit français régit depuis de nombreuses années un volume considérable de titres de créance, y compris pour des émissions de taille *benchmark* placées sur le marché international. Il bénéficie d'initiatives régulières du législateur, des pouvoirs publics et des acteurs de marché pour renforcer son attractivité, telles que les actions lancées par Christine Lagarde – alors Ministre de l'Economie, des finances et de l'emploi – pour favoriser le rapatriement à Paris de nombreux programmes EMTN en 2010, la réforme des titres de créance négociables (NEU CP et NEU MTN) de 2016² et la réforme des émissions obligataires de 2017³. Le droit français s'est ainsi régulièrement adapté pour offrir aux émetteurs et aux investisseurs un cadre souple et moderne pour l'émission des titres de créance. L'attractivité du droit français en matière financière est également démontrée par le choix de l'*International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) en 2018 de compléter son offre de documentation des opérations de produits dérivés par un contrat-cadre de droit français⁴.

L'encours d'émission des titres de créance soumis au droit français est estimé à environ 4 200 milliards d'euros à fin avril 2022⁵ :

- 1 640 milliards d'euros d'émissions d'obligations de droit français réalisées dans le cadre d'émissions "*stand alone*" ou de programmes EMTN (*Euro Medium Term Note*) (réparties

¹ La composition du groupe de travail est indiquée en Annexe du présent rapport.

² Décret n° 2016-707 du 30 mai 2016 et Arrêté du 30 mai 2016 portant réforme des titres de créances négociables. Voir également le dossier sur cette réforme, disponible sur le site de la [Banque de France](#).

³ Ordonnance n°2017-970 du 10 mai 2017 et décret n°2017-1165 du 12 juillet 2017 tendant à favoriser le développement des émissions obligataires.

⁴ Deux nouvelles versions du contrat-cadre 2002 ISDA ont ainsi été publiées en juin 2018 dans le contexte de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne (Brexit) : l'une régie par le droit civil (le droit français) et l'autre par la *common law* (le droit irlandais). L'évènement est rare et mérite d'être souligné, puisque depuis 1985 (date de création de l'ISDA), le contrat-cadre ISDA n'a connu que trois versions : celle de 1987, celle de 1992 et celle de 2002, toutes régies par des droits de *common law*. Le contrat-cadre de droit français et sa documentation annexe, notamment de "collatéral", est donc la première incursion de l'ISDA sur les terres civilistes. Or, parmi toutes les juridictions de tradition civiliste disponibles dans l'Union européenne, l'ISDA a choisi le droit français, une reconnaissance de la modernité du droit français et de la fiabilité du système judiciaire français pour connaître des affaires internationales les plus complexes en matière commerciale et financière.

⁵ En se limitant aux émissions admises aux négociations sur un marché.

sur une centaine de programmes EMTN, soit environ 15% du marché mondial de ce type de programmes),

- 2 080 milliards d'euros d'obligations assimilables du Trésor (OAT),
- 165 milliards d'euros de bons du Trésor,
- 230 milliards d'euros de titres négociables à court terme (NeuCP),
- 45 milliards d'euros de titres négociables à moyen terme (NeuMTN),
- 30 milliards d'euros d'Euro PP⁶.

Ces titres de créance de droit français ne sont pas seulement émis par des émetteurs français, mais aussi par des émetteurs immatriculés dans des pays autres que la France, qui ont fait le choix du droit français pour régir des émissions d'obligations (Afrique du Sud, Belgique, Espagne, Etats-Unis, Luxembourg, Royaume-Uni, etc.) ou de NEU CP (Allemagne, Autriche, Belgique, Chine, Danemark, Emirats Arabes Unis, Espagne, Etats-Unis, Finlande, Irlande, Italie, Japon, Luxembourg, Monaco, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, Suisse, etc.).

A la suite de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne (Brexit), de nombreux émetteurs continentaux qui émettent leurs titres de créance sous droit anglais devraient changer le droit applicable à leurs émissions pour continuer de bénéficier des avantages du choix d'un droit de l'Union européenne (ceux qui disposent déjà d'un programme EMTN de droit anglais peuvent opter pour un programme bi-droit afin de faciliter la transition dans le temps).

Le présent rapport a donc pour objet de dresser un état des lieux du droit français qui, à la faveur de réformes successives, offre un droit des titres moderne et sécurisé (1^{ère} partie), qui bénéficie par ailleurs de nombreux atouts (2^{nde} partie).

⁶ La majeure partie des Euro PP ne sont admis aux négociations sur aucun marché.

Table des matières

RESUME DES ATOUTS DU DROIT FRANÇAIS POUR REGIR LES TITRES DE CRÉANCE	5
PREMIERE PARTIE : UN DROIT DES TITRES MODERNE ET SECURISE	8
1. Avantages de la dématérialisation	8
2. Possibilité d'identifier les porteurs	10
3. Inscription dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé (<i>blockchain</i>)	12
4. Grande souplesse pour organiser les relations entre l'émetteur et les porteurs	13
5. Adaptabilité au développement de la finance durable (<i>Green Bonds, Social Bonds, Sustainability Bonds et Sustainability-Linked Bonds</i>)	15
6. Atouts du marché du NEU CP, le <i>commercial paper</i> de droit français	19
7. Développement du marché de l'Euro PP	21
SECONDE PARTIE : LES ATOUTS DU DROIT FRANÇAIS	23
1. Reconnaissance automatique des jugements des tribunaux français dans l'Union européenne	23
2. Possibilité de rédiger la documentation en anglais	24
3. Attrait des chambres internationales du Tribunal de commerce de Paris et de la Cour d'appel de Paris	25
4. Qualités du droit continental et du droit français des contrats	28
5. Neutralité du droit du titre en matière de faillite	29
6. Neutralité du droit du titre en matière de fiscalité	30
Annexe : Composition du Groupe de Travail	32

RESUME DES ATOUS DU DROIT FRANÇAIS POUR REGIR LES TITRES DE CRÉANCE

Le droit français est un droit particulièrement attractif pour régir les titres de créance, pour les émetteurs français comme pour les émetteurs immatriculés dans d'autres pays, mais également pour les investisseurs. Il a ainsi été choisi comme droit applicable pour un volume considérable de titres de créance (4 200 milliards d'euros d'encours à fin avril 2022), y compris pour des émissions de taille *benchmark* placées sur le marché international.

Un droit des titres moderne et sécurisé

- **Avantages de la dématérialisation** : depuis plus de 30 ans, les titres financiers soumis au droit français ne sont pas représentés par des titres physiques, mais sont dématérialisés, inscrits dans un compte-titres ou dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé (*blockchain*). L'obtention d'un code ISIN FR est quasi-immédiate et les titres créés en Euroclear France peuvent librement circuler chez Euroclear et Clearstream et auprès de tout dépositaire central connecté à Euroclear France sur la plateforme de règlement-livraison de la Banque Centrale Européenne, Target 2 Securities. Les titres déposés en Euroclear France sont par nature éligibles aux opérations de refinancement de la Banque Centrale Européenne (sous réserve de répondre aux conditions d'éligibilité définies par la BCE).
- **Possibilité d'identifier les porteurs** : lorsqu'un émetteur souhaite proposer le rachat ou l'échange de ses obligations en circulation ou convoquer ses porteurs en assemblée générale pour recueillir leur approbation sur des modifications des modalités des obligations, la procédure d'identification des porteurs applicable aux titres dématérialisés de droit français permet aux émetteurs de connaître l'identité des porteurs des obligations qu'ils ont émises, facilitant leurs opérations de *liability management*.
- **Inscription dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé (*blockchain*)** : la France a poursuivi la modernisation de son droit, permettant l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé (DEEP) pour représenter et transmettre des titres financiers. Ceci a permis à un émetteur étranger, la Banque Européenne d'Investissement, de choisir le droit français pour son émission inaugurale de titres obligataires « digitaux » enregistrés sur la *blockchain* publique Ethereum en avril 2021.
- **Grande souplesse pour organiser les relations entre l'émetteur et les porteurs** : le droit français des émissions obligataires a fait l'objet d'une réforme significative en 2017. D'une part, le régime légal de la masse a été assoupli, pour permettre de prendre des décisions collectives par voie de consultation écrite (selon des délais et modalités déterminées dans le contrat d'émission), de déroger aux formes et aux délais de convocation des assemblées générales prévues par le Code de commerce, ou encore d'aménager contractuellement les modes d'information des porteurs. D'autre part, la réforme a consacré une liberté contractuelle totale pour les émissions

ayant une valeur nominale d'au moins 100.000 euros (*émissions wholesale*), pour lesquelles les parties peuvent décider de continuer d'appliquer une "masse légale", opter pour une "masse allégée", ou même opter pour un régime de représentation "purement contractuel" pour organiser les relations entre l'émetteur et les obligataires.

- **Adaptabilité au développement de la finance durable** : le droit français facilite l'émission des obligations dont le produit de l'émission (ou un montant équivalent) est affecté à des projets durables (*Green Bonds, Social Bonds et Sustainability Bonds*) et des obligations dont la structure prévoit une incitation financière au respect d'objectifs de durabilité (*Sustainability-Linked Bonds*), à la faveur des actions conjointes (i) des acteurs de la place financière de Paris, dans le contexte de la mise en œuvre des ambitions de l'accord de Paris sur le Climat de décembre 2015 adopté lors de la COP 21, (ii) du législateur, pionnier dans la promotion de la transparence (déclaration de performance extra-financière pour les grandes sociétés françaises et *reporting* extra-financier pour les principaux investisseurs institutionnels), et (iii) de l'Autorité des marchés financiers, pour trouver le bon équilibre entre la protection du marché et l'innovation juridique.
- **Atouts du marché du NEU CP, le *commercial paper* de droit français** : le NEU CP (i) donne accès à une source diversifiée de financement court terme très compétitive, flexible en termes de maturités et de devises pour les émetteurs, (ii) fait l'objet d'une documentation simple à mettre en place, (iii) repose sur un écosystème (investisseurs, conseils, domiciliataires, dépositaire central, etc.) robuste, (iv) est éligible aux opérations de refinancement de la BCE sous réserve de respecter les conditions d'éligibilité définies par la BCE et sans surcoût financier, (v) procure un haut degré de transparence et de conformité des conditions d'accès au marché, vérifiées par la Banque de France, qui publie régulièrement les informations statistiques et (vi) permet un règlement en monnaie banque centrale très efficace.
- **Développement du marché de l'Euro PP** : un Euro PP est une opération de financement à moyen ou long terme entre une entreprise et un nombre limité d'investisseurs professionnels, qui repose sur une documentation *ad hoc* négociée entre l'emprunteur et les investisseurs, avec généralement la présence d'un arrangeur. La Place de Paris, à travers le Comité Euro PP, a publié une Charte Euro PP et des modèles de contrats (disponibles en accès libre, en français et en anglais), qui offrent un cadre non contraignant de bonnes pratiques pour faire de l'Euro PP un marché du placement privé de référence pour le financement des entreprises de taille intermédiaire en Europe.

Les atouts du droit français

- **Reconnaissance automatique des jugements des tribunaux français dans l'Union Européenne** : les jugements des tribunaux français sont reconnus automatiquement dans l'ensemble de l'Union européenne, sans passer par une procédure d'exequatur, contrairement aux jugements des tribunaux anglais depuis le Brexit.
- **Possibilité de rédiger la documentation en anglais** : le droit français a été adapté pour permettre aux émetteurs français et étrangers de rédiger la documentation dans une

langue usuelle en matière financière, à savoir l'anglais, facilitant la réalisation de leurs opérations de financement, sans avoir à supporter les délais et coûts d'une traduction intégrale de la documentation en français, qu'il s'agisse du prospectus ou de la documentation contractuelle.

- **Attrait des chambres internationales du Tribunal de commerce de Paris et de la Cour d'appel de Paris** : le recours aux chambres internationales permet aux émetteurs et aux investisseurs étrangers d'accélérer et simplifier la procédure en cas de contentieux, par l'usage généralisé de l'anglais (les parties, leurs conseils, les témoins et les experts sont autorisés à s'exprimer en anglais lorsqu'ils sont étrangers et à produire des pièces en anglais sans qu'il soit nécessaire de les traduire), par le recours à des magistrats disposant de solides connaissances en matière de contentieux bancaire et financier, français et international, et par la célérité et la transparence qui permettent aux émetteurs et aux investisseurs d'avoir un réel aperçu de la durée totale de la procédure.
- **Qualités du droit continental et du droit français des contrats** : la France s'inscrit dans un droit continental qui régit la grande majorité de la population mondiale et constitue le droit de l'immense majorité des Etats membres de l'Union européenne, largement à raison de ses qualités intrinsèques telles que la codification, qui dessine un droit sûr qui n'oblige pas à aller chercher le contenu de la règle de droit devant le juge. Le droit français des contrats a par ailleurs été profondément rénové en 2016 sur la base de deux piliers fondamentaux : la liberté contractuelle et la sécurité contractuelle.
- **Neutralité du droit du titre en matière de faillite** : la loi applicable à une procédure d'insolvabilité est la loi du pays du "centre des intérêts principaux du débiteur". Les juridictions françaises seront compétentes si le "centre des intérêts principaux du débiteur" est situé en France, mais si l'émetteur est étranger et a le centre de ses intérêts principaux à l'étranger, la loi applicable à ses titres de créance ne changera pas cette caractérisation. Ainsi, le choix par une société étrangère d'émettre des obligations soumises au droit français n'a pas d'effet sur le droit applicable à la procédure d'insolvabilité.
- **Neutralité du droit du titre en matière de fiscalité** : la fiscalité applicable aux titres de créance est indépendante du droit applicable à ces titres. Ainsi, le choix du droit français pour régir les titres de créance ne génèrera aucune fiscalité spécifique propre. C'est le droit fiscal du pays de l'émetteur qui déterminera si un prélèvement à la source est ou non applicable. Pour les émetteurs français, aucune retenue à la source n'est en principe due sur les intérêts versés hors de France.

PREMIERE PARTIE : UN DROIT DES TITRES MODERNE ET SECURISE

Pour l'émetteur comme pour les investisseurs, le choix du droit français comme droit applicable aux titres de créance permet de bénéficier d'un droit des titres moderne et sécurisé, avec les avantages de la dématérialisation (1), la possibilité pour l'émetteur d'identifier ses porteurs (2), l'inscription dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé (*blockchain*) (3), la grande souplesse qui prévaut pour organiser les relations entre l'émetteur et les porteurs (4), l'adaptabilité au développement de la finance durable (*Green Bonds, Social Bonds, Sustainability Bonds* et *Sustainability-Linked Bonds*) (5), les atouts du NEU CP, le *commercial paper* de droit français (6) et le développement du marché de l'Euro PP (7).

1. Avantages de la dématérialisation

Le droit français bénéficie des avantages de la dématérialisation des titres financiers depuis plus de 30 ans⁷.

Les titres financiers émis sur le territoire français et soumis au droit français ne sont pas représentés par des titres physiques⁸. Ils sont dématérialisés, inscrits dans un compte-titres tenu par l'émetteur lui-même ou son mandataire (titres nominatifs) ou par un teneur de compte conservateur participant à Euroclear France (titres au porteur), ou dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé (*blockchain*). Le transfert de propriété des titres résulte de leur inscription au compte-titres de l'acquéreur ou au bénéfice de l'acquéreur dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé⁹.

En principe, les titres doivent être inscrits au nom de leur propriétaire réel. Néanmoins, en adaptation d'une pratique anglo-saxonne, un intermédiaire peut demander l'inscription à son nom, sous la forme d'un compte collectif (*nominee account*) ou de plusieurs comptes individuels correspondants chacun à un propriétaire.

En d'autres termes, tout est informatisé et automatisé par des chaînes de traitement harmonisées : la création et la transmission des titres s'opèrent par inscription en compte et virement de compte à compte dans la mesure où le titre physique n'existe plus, contrairement à la pratique anglo-saxonne. Cette dématérialisation permet d'éviter certaines étapes liées à la création et la gestion de titres matérialisés, en ce compris la création, signature, authentification, endossement, livraison, dépôt, tenue, transfert, échange, modification, remplacement, annulation et destruction des *notes* ou *certificates*. Ces étapes nécessitent en droit anglais l'intervention active du *Fiscal Agent* et du *Registrar* et présentent une contrainte

⁷ La dématérialisation a été introduite en France par la loi n°81-1160 du 30 décembre 1981 portant loi de finances pour 1982, mise en application par un décret du 2 mai 1983 et entrée en vigueur le 3 novembre 1984.

⁸ Avant 1984, ces titres pouvaient être représentés par un titre papier incorporant le droit qu'il représentait et le transfert de propriété s'effectuait par la remise de ce papier, comme tout autre meuble corporel. V. Philippe Goutay, "La dématérialisation des valeurs mobilières", Bulletin Joly Sociétés avril 1999, n° JBS-1999-089, p. 415.

⁹ Articles L. 211-3 et L. 211-17 du Code monétaire et financier.

en termes de temps, allongeant notamment la durée du règlement-livraison. Les titres ne sont plus assortis de coupons, reçus ou talons matérialisés détachables¹⁰. De tels coupons, reçus ou talons matérialisés présentent les mêmes inconvénients en termes de formalités et durées que les titres matérialisés. De manière générale, le régime obligataire français, via la dématérialisation, vient conforter et faciliter la négociabilité et la transférabilité des titres ainsi que les droits des porteurs. Il permet de s'abstenir de la mise en place de *deeds of covenant*¹¹ à l'émission des titres et/ou de l'introduction de clauses de tiers bénéficiaires (*third-party beneficiaries*)¹² dans les modalités des titres (par ailleurs requis pour les titres matérialisés) pour assurer les droits des porteurs et leur permettre un recours direct envers l'émetteur en cas, notamment, de nullité du titre matérialisé.

Les titres dématérialisés présentent également un avantage en ce qui concerne les règles fiscales américaines TEFRA (*Tax Equity and Fiscal Responsibility Act*) dans la mesure où ces règles n'ont pas vocation à s'appliquer aux titres dématérialisés. Cela permet aux émetteurs de Catégorie 1 au sens de la "*Regulation S*" américaine de pouvoir abonder immédiatement les émissions existantes, sans avoir à attendre un délai de 40 jours ; la fongibilité entre l'abondement et la souche est immédiate pour les titres dématérialisés de droit français de ces émetteurs.

Euroclear France, dépositaire central des titres soumis au droit français, assure également le rôle d'agence de codification. L'obtention du code ISIN FR est quasi immédiate (ou au plus tard dans l'heure), permettant sa diffusion rapide dans le marché.

La création des titres dématérialisés s'effectue par la création d'un compte émission par le dépositaire central de titres Euroclear France et le crédit du compte de la banque chef de file de l'opération, sur présentation d'une lettre comptable, la veille du règlement sur le marché primaire. Les banques n'ayant pas de compte en Euroclear France peuvent demander le transfert des titres par Euroclear France sur leur compte Euroclear Bank.

Les titres créés en Euroclear France peuvent librement circuler auprès de tout dépositaire central connecté à Euroclear France sur la plateforme de règlement-livraison de la Banque Centrale Européenne, Target 2 Securities, ainsi qu'auprès des Dépositaires Centraux de titres internationaux, Clearstream Banking Luxembourg et Euroclear Bank.

¹⁰ Décret no 2005-1007 du 2 août 2005.

¹¹ Exemple de rédaction en droit anglais de clause *Direct Rights Creation* contenue dans un *Deed of Covenant* : "*If any Global Note representing all or part of a Tranche of Notes becomes void in accordance with its terms, each Accountholder shall have against the Issuer all rights (Direct Rights) which such Accountholder would have had in respect of the Notes if, immediately before the Determination Date in relation to that Global Note, it had been the holder of Definitive Notes of that Tranche, duly executed, authenticated and issued, in an aggregate principal amount equal to the Principal Amount of such Accountholder's Entries relating to such Global Note including (without limitation) the right to receive all payments due at any time in respect of such Definitive Notes as if such Definitive Notes had (where required by the Conditions) been duly presented and (where required by the Conditions) surrendered on the due date in accordance with the Conditions.*"

¹² Exemple de rédaction de *Third-party Beneficiary Clause* en droit anglais : "*The rights and obligations set forth herein are intended solely for the benefit of the Noteholders. Upon any valid transfer of a Note in accordance with the transfer requirements, the rights and obligations of the transferor of a Note pursuant to these terms shall be automatically assigned to the transferee of such Notes, with such transferee being a third-party beneficiary to these Terms and Conditions.*"

Enfin, les titres déposés en Euroclear France sont par nature éligibles aux opérations de refinancement de la Banque Centrale Européenne (sous réserve de répondre aux conditions d'éligibilité définies par la BCE).

2. Possibilité d'identifier les porteurs

Lorsqu'un émetteur d'obligations souhaite proposer le rachat ou l'échange de ses obligations en circulation ou convoquer ses porteurs en assemblée générale pour recueillir leur approbation sur des modifications des modalités des obligations, l'identification des porteurs d'obligations est une information fondamentale au succès de telles opérations de *liability management*.

La procédure d'identification des porteurs applicable aux titres dématérialisés de droit français permet aux émetteurs de connaître, à un instant donné, l'identité des porteurs des obligations qu'ils ont émises.

Initialement créée en France en 1987¹³ avec la procédure du titre au porteur identifiable (TPI), la procédure d'identification a été étendue aux porteurs d'obligations en 2014¹⁴ et réformée en 2019 et en 2021¹⁵, avec une transposition du régime de la deuxième Directive Droit des actionnaires (SRD II)¹⁶ étendue en France à tous les instruments financiers et donc également aux obligations.

Champ d'application et évolutions

L'article L. 228-2, IV du Code de commerce ouvre la procédure d'identification des porteurs aux émetteurs d'obligations ou de titres de créance négociables, à l'exception des personnes morales de droit public, sauf clause contraire du contrat d'émission et nonobstant le silence des statuts.

Ainsi, en France, les émetteurs d'obligations ont la possibilité de connaître l'identité des porteurs de leurs obligations alors que la plupart des Etats membres de l'Union européenne se sont contentés de procéder à une transposition a minima de la directive SRD II en ne permettant l'identification que des seuls actionnaires de sociétés cotées, ce qui rend le droit français très attractif pour les émetteurs de titres de créance par rapport à d'autres droits européens.

¹³ Loi sur l'épargne n°87-416 du 17 juin 1987, précisée par la loi n°2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques (NRE).

¹⁴ Ordonnance n°2014-863 du 31 juillet 2014 relative au droit des sociétés, prise en application de l'article 3 de la loi n°2014-1 du 2 janvier 2014 habilitant le Gouvernement à simplifier et sécuriser la vie des entreprises.

¹⁵ Loi n°2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises (loi Pacte) transposant la directive (UE) 2017/828 du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires (directive SRD II) et loi n°2021-1308 du 8 octobre 2021 portant diverses dispositions d'adaptation au droit de l'Union européenne dans le domaine des transports, de l'environnement, de l'économie et des finances.

¹⁶ Directive (UE) 2017/828 du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires.

La procédure d'identification des porteurs

Les informations des porteurs d'obligations mises à disposition des émetteurs se sont étendues au fil des réformes. C'est l'article R. 228-3 du Code de commerce qui en dresse la liste. Ces informations sont tant personnelles (nom ou dénomination sociale, nationalité, adresse...) que financières (nombre de titres détenus, restrictions sur les titres). A ces données s'ajoutent des informations supplémentaires - uniquement si la personne interrogée les détient - qui traitent de l'activité exercée par le détenteur ou encore de la date à laquelle les titres ont été acquis. Il convient à cet égard de noter que cet article du Code de commerce pourrait être modifié prochainement par le législateur en vue d'harmoniser ces informations obligatoires avec les dispositions applicables de la directive SRD II et de son règlement d'exécution¹⁷. En effet, les dispositions de transposition figurant dans la loi du 8 octobre 2021¹⁸ renvoient à un décret en Conseil d'Etat qui devrait être pris au cours des prochains mois.

Selon la directive SRD II, puis la loi du 8 octobre 2021, l'émetteur peut demander les informations d'identification mentionnées ci-dessus auprès d'un prestataire de service¹⁹ ou directement auprès d'intermédiaires financiers.

Ces informations doivent être communiquées par l'ensemble des personnes établies dans l'Union européenne qui fournissent des services d'administration ou de conservation d'actions ou de tenue de comptes-titres au nom des propriétaires de titres ou d'autres intermédiaires (les personnes établies hors de France sont également soumises à la directive SRD II et à son règlement d'exécution²⁰).

Concernant les délais applicables à la procédure d'identification des porteurs d'obligations, le règlement d'exécution de la directive SRD II prévoit dans son article 9, paragraphe 6, que les intermédiaires à qui les demandes de divulgation d'identité sont adressées doivent transmettre leur réponse au plus tard dans le courant du jour ouvrable suivant la réception de la demande. Des délais précis et courts sont également prévus par ce règlement d'exécution concernant la transmission des demandes d'un intermédiaire à l'intermédiaire suivant.

¹⁷ Règlement d'exécution (UE) 2018/1212 de la Commission du 3 septembre 2018 fixant des exigences minimales pour la mise en œuvre des dispositions de la directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne l'identification des actionnaires, la transmission d'informations et la facilitation de l'exercice des droits des actionnaires.

¹⁸ Loi n°2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises (loi Pacte) transposant la directive (UE) 2017/828 du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires (directive SRD II) et loi n°2021-1308 du 8 octobre 2021 portant diverses dispositions d'adaptation au droit de l'Union européenne dans le domaine des transports, de l'environnement, de l'économie et des finances.

¹⁹ Comme par exemple et sans être exhaustif, Cleastream Banking (*Shareholder Identification Disclosure Request*), Euroclear France (*InvestorInsight™*), Euronext Corporate Services (*Shareholder Analysis*) et Société Générale Securities Services.

²⁰ Règlement d'exécution (UE) 2018/1212 de la Commission du 3 septembre 2018 fixant des exigences minimales pour la mise en œuvre des dispositions de la directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne l'identification des actionnaires, la transmission d'informations et la facilitation de l'exercice des droits des actionnaires.

Un dispositif d'identification efficace en France

En France, le dispositif d'identification sur demande est efficace. Le service "Investor Insight™" d'Euroclear France permet de traiter les demandes des émetteurs, de l'introduction de la demande jusqu'à la collecte et la réception des réponses. Il couvre les obligations françaises émises depuis 2014 et permet de remonter l'intégralité de la chaîne (au minimum, celle localisée dans l'Union européenne), rapidement et avec une excellente couverture de traitement (à titre d'exemple, pour les actions, le service "Investor Insight™" identifie entre 95 % et 99% des actionnaires).

3. Inscription dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé (blockchain)

L'ordonnance n°2016-520 du 28 avril 2016 créant les "minibons"²¹ avait inscrit pour la première fois la *blockchain* dans la loi. La France a poursuivi la modernisation de son droit avec l'ordonnance n°2017-1674 du 8 décembre 2017 relative à l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé (DEEP) pour la représentation et la transmission de titres financiers qui a, conformément à l'objectif fixé par le législateur français, permis la représentation et la transmission, au moyen d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé, des titres financiers qui ne sont pas admis aux opérations d'un dépositaire central ni livrés dans un système de règlement et de livraison d'instruments financiers.

L'usage de la *blockchain*, comme support alternatif de représentation des titres financiers marque la singularité et la modernité du droit français, accentuant son attractivité. A cet égard, il est remarquable qu'un émetteur étranger, la Banque Européenne d'Investissement, ait choisi le droit français pour son émission inaugurale de titres obligataires « digitaux » en avril 2021. Les obligations étaient enregistrées sur la *blockchain* publique Ethereum et cette émission a constitué la première émission multi-dealers pour des titres de cette nature.

Dans un premier temps applicables aux titres non cotés, les possibilités vont être étendues aux titres financiers cotés par la proposition de règlement européen Régime pilote²² qui devrait être adoptée dans les prochains mois.

L'ordonnance de 2017 a été complétée par un décret du 24 décembre 2018 précisant les caractéristiques que doivent revêtir le DEEP utilisé pour l'inscription de titres financiers non cotés. En l'état, le droit positif permet d'ores et déjà de dégager les avantages suivants pour les acteurs recourant à un DEEP :

- l'inscription d'un titre non coté dans un DEEP permet uniquement à son propriétaire d'effectuer une opération sur ledit titre ;
- le DEEP permet à l'émetteur d'identifier clairement les propriétaires des titres, la nature et le nombre de titres détenus (article R. 211-9-7 du Code monétaire et financier) ;

²¹ Les articles L. 223-6 à L. 223-13 du Code monétaire et financier relatifs aux minibons et institués par cette ordonnance ont néanmoins été abrogés par l'ordonnance n° 2021-1735 du 22 décembre 2021 modernisant le cadre relatif au financement participatif.

²² Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil sur un régime pilote pour les infrastructures de marché reposant sur la technologie des registres distribués, procédure 2020/0267/COD.

- le DEEP est considéré par la loi comme "*un support durable*" (article R. 228-8 du Code monétaire et financier) ;
- les règles de consensus du DEEP demeurent libres ;
- les caractéristiques du DEEP sont relativement flexibles en ce qu'elles ne doivent, d'une manière générale, que présenter "*des garanties, notamment en matière d'authentification, au moins équivalentes à celles présentées par une inscription en compte-titres*" (article L. 211-3 du Code monétaire et financier) et être conçues et mises en œuvre "*de façon à garantir l'enregistrement et l'intégrité des inscriptions*" (article R. 211-9-7 du Code monétaire et financier) ;
- les titres de créance négociables peuvent être négociés sur une plateforme de négociation sous forme nominative sans nécessairement avoir été préalablement placés en compte d'administration (article R. 211-5 du Code monétaire et financier) ; et
- les instruments financiers prenant la forme de jetons ont été exclus du cadre réglementaire propre aux actifs numériques créé par la loi PACTE du 22 mai 2019.

Un groupe de travail a été lancé par le Haut Comité Juridique de la Place financière de Paris (HCJP) sur la "nominativité des titres digitaux inscrits en DEEP", avec pour objectif d'adapter encore plus le droit français à la numérisation des titres et faciliter les opérations sur ce type d'instruments.

4. Grande souplesse pour organiser les relations entre l'émetteur et les porteurs

Le droit français des émissions obligataires a fait l'objet d'une réforme significative en 2017 avec l'ordonnance n°2017-970 du 10 mai 2017, tendant à favoriser le développement des émissions obligataires, et le décret n°2017-1165 du 12 juillet 2017 qui lui est associé.

Cette réforme a consisté, d'une part, à simplifier et à moderniser le régime légal des émissions obligataires et, d'autre part, à donner plus de souplesse aux émetteurs et aux acteurs de marché pour organiser contractuellement la représentation des porteurs d'obligations, à l'instar des pratiques internationales en la matière.

Simplification et modernisation du régime légal des émissions obligataires

Si l'objet du présent rapport n'est pas de revenir sur les nombreuses améliorations issues de cette réforme, ce qui a déjà été fait au sein de deux rapports de la Commission obligataire de Paris Europlace en 2017²³, il convient toutefois de souligner qu'un certain nombre d'avancées

²³ Voir Rapport Paris Europlace - Commission Obligataire, "Ordonnance n°2017-970 du 10 mai 2017 tendant à favoriser le développement des émissions obligataires", 15 juillet 2017 et Rapport Paris Europlace - Commission Obligataire, "Décret du 12 juillet 2017 tendant à favoriser le développement des émissions obligataire", 25 juillet 2017.

ont permis de rendre le droit français des émissions obligataires, et en particulier le régime légal de la masse, plus souple et mieux adapté aux nouvelles pratiques de marché²⁴.

Parmi les principales nouveautés qui ont contribué à rendre le cadre juridique français des émissions obligataires plus attractif, on notera :

- la création d'un nouvel article L.228-46-1 au sein du Code de commerce, qui permet d'organiser, au sein du contrat d'émission, la prise de décisions collectives par voie de consultation écrite des porteurs, sans réunion en assemblée générale, selon des délais et modalités à définir contractuellement ;
- la possibilité de déroger dans le contrat d'émission aux formes et aux délais de convocation des assemblées générales prévues par le Code de commerce ;
- ou la modernisation des modes d'information des porteurs obligataires avec la possibilité d'organiser contractuellement, au sein du contrat d'émission, des modes de diffusion de l'information aux porteurs d'obligations plus adaptés aux pratiques modernes.

Toutes ces améliorations poursuivent un double objectif, conférer davantage de souplesse aux acteurs de marché pour aménager contractuellement les droits et modalités de représentation des porteurs d'obligations et, ce faisant, rapprocher le régime légal des émissions obligataires de droit français des attentes et pratiques internationales.

Consécration de la liberté contractuelle pour les émissions dites "wholesale"

A l'occasion de la réforme de 2017, l'inclusion d'un nouvel article L.213-6-3 I au sein du Code monétaire et financier est venue consacrer, s'agissant des émissions d'obligations ayant une valeur nominale d'au moins 100.000 euros²⁵ (*émissions wholesale*), un principe de liberté contractuelle totale pour l'organisation des droits des porteurs d'obligations au sein du contrat d'émission.

Il s'agit ici d'un assouplissement considérable du cadre juridique français des émissions obligataires dans la mesure où il est désormais possible, pour ces émissions, d'écarter tout ou partie des dispositions législatives et réglementaires relatives à la masse des obligataires, au représentant de la masse et aux assemblées générales d'obligataires.

Le droit français des émissions obligataires se veut ainsi particulièrement moderne, en ce qu'il confère aux émetteurs et acteurs de marché une liberté totale pour organiser

²⁴ Voir Gilles Endréo, "Ordonnance du 10 mai 2017 et décret du 12 juillet 2017 visant à favoriser le développement des émissions obligataires", Octobre 2017 ; Marc-Etienne Sébire et Myriam Issad, "La modernisation du droit des émissions obligataires et le big bang de la représentation des porteurs d'obligations", Bulletin Joly Bourse, n°04, Juillet 2017 ; Thierry Bonneau, "La réforme 2017 des émissions obligataires", JCPE, n°23, p.9, 8 juin 2017 ; Arnaud Reygrobelle, "L'autre ordonnance de réforme du droit des obligations", RTDF n°2, p.103, Juin 2017 ; Jean-Marc Moulin, "La réforme des émissions obligataires", Gazette du Palais, n°32, p.55, 26 septembre 2017 ; François Barrière, "La réforme du régime des émissions obligataires", Revue des sociétés 2018, p.14, Janvier 2018.

²⁵ Il en va de même pour les émissions dont les obligations ne peuvent être souscrites que pour des montants supérieurs à 100.000 euros.

contractuellement les droits des porteurs d'obligations *wholesale* en fonction des contraintes propres à chaque opération.

Les parties pourront ainsi décider de continuer d'appliquer une "masse légale", bénéficiant des souplesses et aménagements organisés par la réforme de 2017, opter pour une "masse allégée", c'est-à-dire faire le choix d'appliquer le régime légal de la masse mais en y apportant toutes les modifications qu'elles estiment utiles ou nécessaires aux besoins de leurs opérations, ou même opter pour un régime de représentation "purement contractuel" en écartant totalement le régime légal de la masse, et ainsi s'aligner complètement sur les pratiques internationales.

Sur ce dernier point, il semble qu'en pratique un grand nombre d'émetteurs ont fait le choix d'une "masse allégée" pour leurs émissions obligataires *wholesale* de droit français. Cela peut s'expliquer par le fait que le régime français de la masse présente certains avantages, qui ne se retrouvent pas à l'identique dans les émissions régies par le droit anglais ou le droit de l'Etat de New York. Cela sera notamment le cas s'agissant d'obligations bénéficiant de sûretés réelles (émissions *High Yield*, Euro PP ou *Project Bonds* par exemple) dans la mesure où il est possible de constituer les sûretés au bénéfice de la masse des obligataires, là où, en l'absence de masse, les mêmes sûretés auraient dû être constituées au bénéfice de chaque porteur pris individuellement, ce qui complexifie considérablement la gestion de ces sûretés, sauf à les constituer en faveur d'un agent des sûretés, par le biais d'un mécanisme de "*parallel debt*" le cas échéant.

5. Adaptabilité au développement de la finance durable (*Green Bonds*, *Social Bonds*, *Sustainability Bonds* et *Sustainability-Linked Bonds*)

L'attractivité de la place de Paris et du droit français en matière de finance durable est le résultat des actions conjointes (i) des acteurs de la place financière de Paris, (ii) du législateur, pionnier dans la promotion de la transparence, et (iii) de l'Autorité des marchés financiers (l'"AMF"), pour trouver le bon équilibre entre la protection du marché et l'innovation juridique.

Mobilisation des acteurs de la place financière de Paris

Les acteurs de la place financière de Paris se sont mobilisés très tôt en faveur du développement de la finance durable, notamment dans le contexte de la mise en œuvre des ambitions de l'accord de Paris sur le Climat de décembre 2015 adopté lors de la COP 21 à Paris. A ce titre, des engagements forts ont été pris lors de la première Journée mondiale de la Finance pour le Climat (*Climate Finance Day*) organisée par *Finance for Tomorrow* (branche de Paris Europlace) en 2015 en amont de la COP 21²⁶, et qui depuis se tient annuellement, puis de la Déclaration de la place financière de Paris de 2019²⁷. L'Etat français, des établissements publics et des collectivités territoriales ont initié le développement du marché des obligations vertes (*green bonds*), avec notamment l'OAT verte qui représente le premier

²⁶ [Climate Finance Day - Europlace.](#)

²⁷ [Déclaration de Place du 2 juillet 2019 - Finance for Tomorrow.](#)

emprunt vert pour une taille de référence réalisé par un souverain²⁸, mais également les obligations vertes ou durables émises par, entre autres, la Région Ile-de-France, la Ville de Paris et l'Agence Française de Développement, avant même la tenue de la COP 21. La Société du Grand Paris a, quant à elle, mis en place le premier programme EMTN 100% vert. Les acteurs privés de la place financière de Paris ont également activement participé au développement des obligations vertes et aujourd'hui la question d'apporter une dimension durable (ou verte ou sociale) aux emprunts obligataires est devenue quasi-systématique sur le marché obligataire français.

Innovations du législateur

Le législateur français a favorisé une transparence accrue en matière extra-financière, qui a permis d'accélérer le développement de la finance durable sur le marché obligataire, avec des obligations de *reporting* tout au long de la chaîne d'investissement, que ce soit au niveau des grandes sociétés participant à l'économie réelle, ou au niveau des principaux investisseurs institutionnels.

Déclaration de performance extra-financière par les grandes sociétés françaises

Conformément à l'article L.225-102-1 du Code de commerce²⁹, les grandes sociétés françaises (c'est-à-dire celles dont le total de bilan ou le chiffre d'affaires et le nombre de salariés excèdent des seuils prévus par décret) doivent publier dans leur rapport de gestion, une déclaration de performance extra-financière (la "**DPEF**"), laquelle doit comprendre des informations relatives aux conséquences sur le changement climatique de l'activité de la société et de l'usage des biens et services qu'elle produit³⁰. Une telle transparence est requise non seulement en matière de lutte contre le réchauffement climatique, mais également sur les engagements sociétaux en faveur du développement durable, de la lutte contre le gaspillage alimentaire, de la lutte contre la précarité alimentaire, du respect du bien-être animal, de l'alimentation responsable, équitable et durable, les conditions de travail des salariés, la lutte contre les discriminations, la diversité et les mesures en faveur des personnes

²⁸ [Les OAT Vertes - AFT](#) : la souche initiale (FR0013234333) émise en 2016 a depuis atteint un encours pouvant être consulté [ici](#) et a été rejointe par une seconde souche (FR0014002JM6) émise en 2020 dont l'encours peut être consulté [ici](#).

²⁹ Et à l'article L.22-10-26 du Code de commerce qui prévoit que les dispositions de l'article L.225-102-1 sont applicables aux sociétés cotées, lorsque leur total de bilan ou chiffre d'affaires et le nombre de salariés excèdent certains seuils prévus par décret.

³⁰ Un reporting "*sur la manière dont la société prend en compte les conséquences sociales et environnementales de son activité*" était prévu dès la loi n°2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques (Loi NRE), puis a été ensuite élargi par plusieurs lois successives, notamment par : (A) la loi n°2010-788 du 12 juillet 2010 portant engagement national pour l'environnement (Grenelle II), dont le décret d'application 2012-557 du 24 avril 2012, est venu préciser les informations devant être mentionnées dans la DPEF, autour des trois principales thématiques (informations sociales, informations environnementales et informations relatives aux engagements sociétaux en faveur du développement durable), (B) l'article 173 IV de la loi n°2015-992 du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte (Loi de Transition Énergétique) qui est venu ajouter les "*conséquences sur le changement climatique de son activité et de l'usage des biens et services qu'elle produit*" et (C) la loi n°2016-138 du 11 février 2016 relative à la lutte contre le gaspillage alimentaire (Loi Garot) venue ajouter la lutte contre le gaspillage alimentaire.

handicapées³¹. La déclaration peut renvoyer, le cas échéant aux informations mentionnées dans le plan de vigilance³².

Plus généralement, une telle DPEF doit comprendre (1) une description des principaux risques liés à l'activité de la société, y compris, lorsque cela s'avère pertinent et proportionné, les risques créés par ses relations d'affaires, ses produits ou ses services, (2) une description des politiques appliquées incluant, le cas échéant, les procédures de diligence raisonnable mises en œuvre pour prévenir, identifier et atténuer la survenance des risques, et (3) les résultats de ces politiques, incluant des indicateurs clés de performance (*key performance indicators* (KPIs)). Si une société n'applique pas de politique en ce qui concerne un ou plusieurs de ces risques, elle doit faire figurer dans sa DPEF une explication claire et motivée des raisons le justifiant, adoptant ainsi une approche "*comply or explain*" (se conformer ou expliquer).

La DPEF doit être publiée sur internet, et figure en pratique dans le document d'enregistrement universel (URD) des sociétés cotées. Elle doit, par ailleurs, faire l'objet d'une vérification par un organisme tiers indépendant.

Ce sont autant de composantes d'une communication réalisée par les acteurs de marché qui facilitent la structuration des produits financiers durables, en premier lieu desquels figurent les obligations durables, que ce soit des obligations dont le produit de l'émission (ou un montant équivalent) est affecté à des projets durables (*Green Bonds, Social Bonds et Sustainability Bonds*) ou des obligations dont la structure prévoit une incitation financière au respect d'objectifs de durabilité (*Sustainability-Linked Bonds*), mais également les prêts bancaires dont l'utilisation est verte et/ou sociale (*Green Bonds, Social Bonds et Sustainability Loans*) ou indexés sur des objectifs de durabilité (*Sustainability-Linked Loans*).

Reporting extra-financier par les principaux investisseurs institutionnels

La France a été le premier pays à imposer aux investisseurs institutionnels d'intégrer dans leur communication publique des dimensions environnementales et sociales, ainsi que le risque

³¹ Plus particulièrement, l'article R. 225-105 du Code de commerce, prévoit que la DPEF comprend, lorsqu'elles sont pertinentes au regard des principaux risques ou des politiques mises en place par la société, des informations relatives à une quarantaine de catégories d'informations articulées autour des 3 thématiques suivantes : (1) les informations sociales (notamment relatives à l'emploi, la santé et la sécurité, la formation et l'égalité de traitement), (2) les informations environnementales (notamment relatives à la pollution et l'économie circulaire, l'utilisation durable des ressources, le changement climatique, la protection de la biodiversité), et (3) les informations sociétales (notamment relatives à l'impact sur les populations riveraines ou locales, la prise en compte dans la politique d'achat auprès de fournisseurs des enjeux sociaux et environnementaux).

³² La loi n°2017-399 du 27 mars 2017 relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre (Loi sur le Devoir de Vigilance) représente un autre exemple emblématique de la capacité d'innovation du législateur français en matière d'ESG, dont l'Union européenne s'inspire actuellement. La Loi sur le Devoir de Vigilance a créé l'obligation, prévue à l'article L.225-102-4 du Code de commerce, pour les sociétés par actions employant, en leur sein ou dans leurs filiales, au moins 5 000 salariés en France ou au moins 10 000 salariés dans le monde, d'établir un plan de vigilance, de le mettre en œuvre et de le publier. Ce plan doit comporter les mesures de vigilance raisonnable propres à identifier et à prévenir les atteintes graves envers les droits humains et les libertés fondamentales, la santé et la sécurité des personnes, ainsi que l'environnement. Il doit couvrir les activités de la société, des sociétés qu'elle contrôle, mais également des sous-traitants et des fournisseurs avec lesquels la société entretient une relation commerciale établie.

climat. Ainsi, l'article 173 VI de la Loi de Transition Énergétique en 2015³³, puis l'article 29 de la Loi Énergie et Climat en 2018³⁴, ont complété l'article L.533-22-1 du Code monétaire et financier³⁵, pour demander aux sociétés de gestion de portefeuille : (i) d'intégrer de l'information sur les risques associés au changement climatique ainsi qu'aux risques liés à la biodiversité dans leur politique relative aux risques en matière de durabilité, (ii) de publier leur politique sur la prise en compte, dans leur stratégie d'investissement, des critères ESG et de qualité de gouvernance et des moyens mis en œuvre pour contribuer à la transition énergétique et écologique ainsi qu'une stratégie de mise en œuvre de cette politique³⁶, et (iii) le cas échéant, d'intégrer dans leur DPEF des informations sur la mise en œuvre des politiques visées au (i) et au (ii). Il s'agit de communiquer non seulement sur la prise en compte des risques ESG sur les actifs investis et leur impact sur le rendement de l'investissement, mais également sur la contribution de ces actifs aux enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance.

Ce *reporting* extra-financier s'applique aux sociétés de gestion de portefeuille, ainsi qu'aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement pour leurs activités de gestion de portefeuille pour le compte de tiers et de conseil en investissement, aux fonds de retraite professionnelle supplémentaire, aux institutions de prévoyance, aux entreprises d'assurance qui proposent des produits d'investissement fondés sur l'assurance et aux entreprises de réassurance.

Le législateur français a été pionnier en imposant cette transparence, qui a ensuite été reprise et retravaillée au niveau européen, dans le contexte de la mise en œuvre :

- du plan d'action pour financer la croissance durable (le *Sustainable Finance Action Plan*, SFAP) adopté par la Commission européenne en 2018 et dont l'un des objectifs est de réorienter les flux de capitaux vers une économie plus durable et ainsi combler le déficit d'investissement estimé alors à près de 180 milliards d'euros par an ; et
- du pacte vert pour l'Europe (*European Green Deal*) annoncé en 2019³⁷ et qui couvre notamment l'objectif de neutralité climatique de l'Union européenne d'ici à 2050.

Ainsi, le principe d'un renforcement de la déclaration de performance extra-financière a été repris par le projet de directive (*Corporate Sustainability Reporting Directive*, CSRD) visant à modifier la Directive 2014/95/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2014 (*Non Financial Reporting Directive*, NFRD). Le principe d'un *reporting* extra-financier par les investisseurs institutionnels a, quant à lui, été repris par le Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en

³³ Loi n°2015-992 du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte.

³⁴ Loi n°2019-1147 du 8 novembre 2018 relative à l'énergie et au climat.

³⁵ L'article L.533-22-1 du Code monétaire et financier mentionnait déjà, depuis l'[Ordonnance n° 2011-915 du 1er août 2011 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et à la modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs](#), la "*politique d'investissement des critères relatifs au respect d'objectifs sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance*".

³⁶ L'article L.533-22-1 du Code monétaire et financier précise par ailleurs que si les entités choisissent de ne pas publier certaines informations, elles en justifient les raisons, adoptant ainsi une approche "*comply or explain*" (se conformer ou expliquer) laissant le marché décider de se conformer à l'obligation de publication ou non, mais obligeant ainsi à prendre position publiquement, ce qui est fortement incitatif.

³⁷ [Communication de la Commission européenne sur le *European Green Deal*](#).

matière de durabilité dans le secteur des services financiers (*Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR*).

Les acteurs de la place de Paris ont ainsi pu bénéficier d'une longueur d'avance sur ces sujets par rapport aux autres Etats membres de l'Union européenne, ce qui a notamment contribué à l'importante souscription par les investisseurs institutionnels français à des *Green Bonds, Social Bonds, Sustainability Bonds* et *Sustainability-Linked Bonds*.

Attention bienveillante de l'Autorité des marchés financiers

La place financière de Paris bénéficie enfin de l'attention portée par l'AMF³⁸ au développement de la finance durable, avec notamment la publication du *Position Paper conjoint* avec l'autorité de supervision néerlandaise (*Autoriteit Financiële Markten, AFM*) dès avril 2019³⁹, proposant de renforcer au niveau européen le niveau de transparence minimum en ce qui concerne l'information présentée dans les prospectus sur l'utilisation des fonds lors des émissions obligataires vertes, sociales ou durables. L'AMF accompagne également le développement actuel des *Sustainability-Linked Bonds*, en veillant à maintenir l'équilibre entre, d'une part, la protection des investisseurs et, d'autre part, l'innovation juridique. Plus généralement, l'AMF exerce son rôle de supervision avec l'objectif de faire évoluer les pratiques, accroître la transparence et faciliter la prise en compte des enjeux de durabilité, ainsi que la mobilisation des capitaux au profit des activités plus durables, tout en veillant à la stabilité financière, au dynamisme de la place financière européenne et française et à la protection des investisseurs. Dans ce contexte, elle publie de nombreux rapports et recommandations (notamment sur le *reporting* des enjeux climatiques) permettant l'amélioration des pratiques⁴⁰, participe activement aux travaux européens – en représentant la pratique de la place financière de Paris le cas échéant – et collabore avec d'autres régulateurs. L'accompagnement des acteurs de la place financière de Paris par l'AMF se fait par conséquent au plus près de la réflexion des instances européennes et françaises et permet d'y voir se développer les meilleures pratiques de marché.

6. Atouts du marché du NEU CP, le *commercial paper* de droit français

Au sein des titres de créance, les instruments de financement courts (*commercial paper*), et particulièrement le NEU CP de droit français (*Negotiable European Commercial Paper*), sont devenus un élément essentiel de la palette de financements des entreprises et un instrument clé de liquidité pour les fonds de placement monétaires.

³⁸ Mais également de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), avec qui l'AMF a créé une Commission Climat et finance durable en 2019.

³⁹ [Position commune de l'AMF et de l'AFM sur le contenu du prospectus pour les obligations vertes. Cette position entre dans le cadre des réflexions européennes en la matière et n'est pas contraignante pour les émetteurs présentant un prospectus à l'approbation de l'AMF.](#)

⁴⁰ [Dossier Finance Durable de l'AMF.](#)

Le groupe de travail de Paris Europlace dédié aux financements courts⁴¹ a publié en novembre 2021 un rapport sur l'Attractivité de la Place de Paris pour les Financements Courts⁴², qui présente les grandes caractéristiques du NEU CP de droit français.

- Le NEU CP donne accès à une source diversifiée de financement court terme très compétitive, flexible en termes de maturités et de devises pour les émetteurs ; un programme de NEU CP est simple à mettre en place, composé d'une documentation financière qui peut être rédigée en français ou en anglais, sous réserve notamment d'un montant minimal de souscription ou d'acquisition de 200.000 euros.
- Le NEU CP est régi par le droit français, un droit récemment modernisé et compétitif au sein de l'Union européenne.
- Le marché du NEU CP repose sur un écosystème (investisseurs, conseils, domiciliataires, dépositaire central, etc.) robuste, dont bénéficient en particulier émetteurs, agents placeurs et investisseurs.
- Le NEU CP est, pour les investisseurs et les agents placeurs, éligible aux opérations de refinancement de la BCE, sous réserve de respecter les conditions d'éligibilité définies par la BCE, et sans surcoût financier, comparativement à d'autres *commercial paper*.
- Le marché du NEU CP, contrairement à d'autres marchés de financement court terme négociable domestiques européens, procure un haut degré de transparence à travers les informations statistiques (connaissance des encours, documentation financière des émetteurs) régulièrement actualisées et communiquées par la Banque de France :
 - sur le site internet dédié de la Banque de France⁴³
 - sur la partie du site relative aux statistiques et études⁴⁴
- Lors des tensions de marché observées en mars-avril 2020, en lien avec la crise sanitaire, l'Eurosystème a fait preuve d'une grande réactivité, en un temps très court, en intervenant sur le marché des *commercial paper* – permettant ainsi de stabiliser rapidement le marché. Ces achats de titres s'inscrivent dans le programme d'achats d'obligations d'entreprises CSSP (*Corporate Sector Purchase Programme*) de l'Eurosystème et sont publiés sur le site de la BCE.
- Les courtiers sont acceptés par les intervenants sur le marché primaire des NEU CP, contrairement à ce qui se pratique sur le marché primaire des ECP.
- Le marché du NEU CP a fait l'objet, depuis sa création, d'importantes réformes, dont la dernière remonte à mai 2016, qui ont à chaque fois facilité l'accès des émetteurs étrangers, grâce également à un cadre élargi aux normes comptables locales des pays de l'Espace Economique Européen, ainsi qu'aux normes comptables et de contrôle légal des comptes (pour les émetteurs de pays-tiers) reconnues par la Commission européenne comme équivalentes aux standards européens.

⁴¹ Groupe de Travail "Financements Courts", présidé par Florence Tresarriou, Directrice de la trésorerie et des financements de Pernod Ricard et membre du Conseil de l'AFTE.

⁴² Groupe de travail de Paris Europlace dédié aux financements courts, [Attractivité de la Place de Paris pour les Financements Courts](#)

⁴³ Banque de France, [Marchés des titres négociables à court et moyen terme](#)

⁴⁴ Banque de France, [Statistiques et études](#)

- Le NEU CP est compatible avec "Target 2 securities", ce qui signifie que le règlement s'effectue en monnaie banque centrale et non en monnaie banque commerciale, contrairement à l'*Euro Commercial Paper* (ECP) de droit anglais. Les implications sont multiples : risque opérationnel moindre pour l'ensemble des intervenants (agents placeurs, agents domiciliataires, teneur de compte conservateur, etc.), possibilité d'utiliser les services d'auto-collatéralisation de T2S, etc.
- Le NEU CP bénéficie d'un système de règlement-livraison en monnaie centrale, robuste et très efficace, et notamment :
 - le marché du NEU CP permet de faire des émissions "valeur-jour" et des émissions/placement simultanés "valeur jour" ; et
 - le NEU CP est le seul marché en Europe où les émissions indexées RFR (EONIA et désormais €STR) sont fréquentes, et ce depuis des décennies (avant le lancement de l'Euro).

Le système de règlement-livraison d'Euroclear France répond à l'intégralité du cahier des charges de la BCE et permet la délivrance quasi-immédiate des codes ISIN (applicatif eNEU CP).

7. Développement du marché de l'Euro PP

Le dynamisme du marché français des titres de créance est également démontré par le marché de l'Euro PP (*Euro Private Placement*), qui a permis, depuis son lancement en 2012, à plus de 300 entreprises européennes de taille intermédiaire de lever plus de 30 milliards d'euros en France auprès d'investisseurs institutionnels pour financer leur développement.

Un Euro PP est une opération de financement à moyen ou long terme entre une entreprise et un nombre limité d'investisseurs professionnels, qui repose sur une documentation *ad hoc* négociée entre l'emprunteur et les investisseurs, avec, généralement, la présence d'un arrangeur.

Cette négociation du contenu de la documentation contractuelle est une caractéristique importante de l'Euro PP. Le plus souvent, l'Euro PP est détenu jusqu'à maturité par les Investisseurs ("*buy and hold*"), qui ont l'exigence et la capacité d'assurer en interne l'analyse et le suivi du crédit et des obligations contractuelles.

L'Euro PP permet une grande flexibilité dans les tailles de financement et le choix du format (obligation ou prêt). Remboursable le plus souvent *in fine*, avec des maturités généralement plus longues que les financements bancaires, portant intérêt à taux fixe ou variable, il peut être libellé en euros ou en toute autre devise, à la convenance des parties.

Sauf exceptions liées au contexte d'une opération particulière, l'Euro PP, généralement :

- a une taille allant d'environ 10 millions d'euros à plusieurs centaines de millions d'euros,
- a pour objet le financement ou le refinancement du développement de l'emprunteur, et

- maintient le ratio de levier de l'emprunteur à un niveau raisonnable (inférieur à environ 4x, avec des variations selon le secteur d'activité).

Pour accompagner le développement du marché, le Comité Euro PP⁴⁵ a publié une Charte Euro PP⁴⁶, qui synthétise les différents travaux de Place ayant impliqué des représentants des principaux acteurs du marché (emprunteurs, investisseurs, arrangeurs et autres intervenants), pour définir un cadre non contraignant des bonnes pratiques permettant de faire de l'Euro PP un marché de référence pour le financement des entreprises en Europe. Rédigée dans sa première version en février 2014, la Charte Euro PP a été mise à jour en octobre 2019 pour tenir compte des évolutions du marché et renforcer son efficacité. Pour faciliter la réalisation des opérations, la Charte Euro PP intègre, notamment, une trame de dossier de présentation de l'emprunteur, un modèle d'accord de confidentialité, une liste des documents KYC demandés, un questionnaire ESG, un modèle de *termsheet* indicative, un modèle de contrat de souscription et de modalités des obligations (pour les Euro PP au format obligataire) et un modèle de contrat de prêt (pour les Euro PP au format prêt).

La Charte Euro PP et les modèles de contrats Euro PP, au format obligataire et au format prêt, sont disponibles en accès libre, en français et en anglais, sur le site internet du Comité Euro PP⁴⁷.

⁴⁵ Le Comité Euro PP est issu d'une initiative de la Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris IDF, sous l'égide de la Banque de France et de la Direction générale du Trésor. Il rassemble dix associations professionnelles : l'Association Française de la Gestion financière (AFG), l'Association Française des Investisseurs Institutionnels (Af2i), l'Association Française des Marchés Financiers (AMAFI), l'Association Française des Trésoriers d'Entreprise (AFTE), la Fédération Bancaire Française (FBF), la Fédération Française de l'Assurance (FFA), l'International Capital Market Association (ICMA), le METI, le Mouvement des entreprises de France (MEDEF) et Paris Europlace.

⁴⁶ La Charte Euro PP et les modèles de contrats Euro PP ont été élaborés en 2014 et mis à jour en 2019 par le Comité Euro PP, avec l'appui des cabinets d'avocats CMS Francis Lefebvre, Gide Loyrette Nouel et Kramer Levin.

⁴⁷ Site du [Comité Euro PP](#). CMS Francis Lefebvre publie par ailleurs un [Observatoire des Euro PP](#), qui donne une liste des Euro PP au format obligataire (cotés et non cotés) et au format prêt qui ont fait l'objet d'une annonce publique, avec leurs principales caractéristiques.

SECONDE PARTIE : LES ATOUTS DU DROIT FRANÇAIS

Au-delà du droit des titres, le choix du droit français pour régir des titres de créance permet de bénéficier des atouts du droit français de manière générale, et notamment de la reconnaissance automatique des jugements des tribunaux français dans l'ensemble de l'Union européenne (1), de la possibilité de rédiger l'ensemble de la documentation en anglais (2), de l'attrait des chambres internationales du Tribunal de commerce de Paris et de la Cour d'appel de Paris (3) et des qualités du droit continental et du droit français des contrats (4). Le choix du droit du titre est par ailleurs neutre en matière de faillite (5) et de fiscalité (6).

1. Reconnaissance automatique des jugements des tribunaux français dans l'Union européenne

Alors que le choix du droit anglais a longtemps été présenté comme le choix d'un droit bénéficiant d'un système judiciaire efficace pour les émetteurs européens, la situation a changé avec la sortie du Royaume-Uni de l'Union Européenne (Brexit).

En effet, pour les procédures introduites après la période transitoire du Brexit, le régime applicable à l'exécution dans l'Union européenne d'un jugement rendu au Royaume-Uni en matière civile et commerciale n'est plus régi par le Règlement "Bruxelles 1 bis", qui offrait la reconnaissance automatique des jugements, mais devrait en principe être défini aux termes d'un accord entre les Etats Membres de l'Union européenne et le Royaume-Uni. Le Royaume-Uni avait souhaité accéder à la Convention de Lugano sur la reconnaissance et l'exécution des jugements en matière civile et commerciale du 21 décembre 2007 (la "**Convention de Lugano**") : cette convention précise les conditions applicables à l'exécution des jugements rendus dans les Etats de l'Association Européenne de Libre Echange (AELE), et prévoit que le requérant sollicite, s'agissant de la France, du greffier en chef du Tribunal Judiciaire qu'il émette sur requête une déclaration constatant la force exécutoire du jugement. Mais l'Union européenne a indiqué le 28 juin 2021 ne pas être en mesure de consentir à inviter le Royaume-Uni à adhérer à la Convention de Lugano, bloquant ainsi cette initiative.

Dès lors, les jugements rendus au Royaume-Uni sont exécutés dans l'Union européenne selon les règles de droit commun applicables aux jugements étrangers. En France, ces règles supposent ainsi qu'une partie introduise une demande d'exequatur devant le Tribunal Judiciaire⁴⁸. La procédure d'exequatur est contradictoire et dure généralement entre 12 et 18

⁴⁸ Certains auteurs suggèrent que la convention bilatérale conclue entre le Royaume-Uni et la France sur l'exécution réciproque des jugements en matière civile et commerciale, accompagnée d'un protocole, signée à Paris le 18 janvier 1934, pourrait trouver à s'appliquer. Elle est visée expressément aux termes des articles 55 de la Convention de Bruxelles du 27 septembre 1968 (telle que modifiée par l'article 24 de la convention relative à l'adhésion du Royaume de Danemark, de l'Irlande et du Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord du 9 octobre 1978) et 69 du Règlement (CE) n° 44/2001 dit "Bruxelles I", qui énumèrent les conventions internationales préexistantes que ces instruments remplacent. Cette convention franco-britannique du 18 janvier 1934 prévoit les conditions auxquelles est reconnue l'autorité de chose jugée des jugements des

mois en première instance (auxquels s'ajoute la durée de la procédure d'appel, soit environ 12 mois additionnels). Le défendeur peut soulever trois objections pour s'opposer à l'exécution du jugement, relatives au fait que (i) le jugement n'est pas conforme à l'ordre public procédural français, (ii) les juridictions du Royaume-Uni n'entretiennent pas de lien suffisant avec le différend ou (iii) le jugement a été obtenu par fraude.

Depuis le Brexit, plutôt que de faire le choix des tribunaux anglais, il y a donc un intérêt significatif à donner compétence aux tribunaux d'un Etat membre de l'Union européenne, et notamment aux tribunaux français, pour les litiges auxquels les titres de créance pourraient donner lieu, pour bénéficier de la reconnaissance automatique des jugements au sein de l'Union européenne (Règlement (UE) n°1215/2012 du 12 décembre 2012 dit Bruxelles 1 bis), sans passer par une procédure d'exequatur.

2. Possibilité de rédiger la documentation en anglais

Même si la langue de la République est le français⁴⁹, le droit français a depuis longtemps été adapté pour permettre l'utilisation par les émetteurs français et étrangers d'une langue usuelle en matière financière, à savoir l'anglais, facilitant la réalisation de leurs opérations de financement, sans avoir à supporter les délais et coûts d'une traduction intégrale de la documentation en français.

S'agissant du prospectus relatif à une offre au public ou à une admission aux négociations sur un marché réglementé, l'article 212-12 du Règlement Général de l'Autorité des marchés financiers précise ainsi que les langues acceptées par l'AMF pour l'établissement et la mise à disposition d'un prospectus en application du Règlement Prospectus⁵⁰ sont le français et l'anglais. Si le prospectus est rédigé en anglais, seul son résumé doit être traduit en français, étant rappelé qu'aucun résumé -et donc aucune traduction en français- n'est exigé dans un certain nombre de cas, notamment lorsque les titres ne sont offerts qu'à des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs agissant pour compte propre ou ont une valeur nominale unitaire au moins égale à 100.000€⁵¹.

Si une documentation commerciale est utilisée pour réaliser une offre au public, les informations qu'elle contient doivent être *"suffisantes et présentées d'une manière compréhensible par le membre moyen du groupe auquel elles s'adressent ou auquel il est*

"tribunaux supérieurs" et auxquelles sont exécutées les décisions rendues par ces derniers exclusivement en matière civile ou commerciale, y compris les condamnations en matière pénale sur la réparation des intérêts civils. Mais cela reste une procédure d'exequatur, même si elle répond à des règles particulières.

⁴⁹ Article 2 de la Constitution.

⁵⁰ Article 27 du règlement (UE) n° 2017/1129 du 14 juin 2017.

⁵¹ Les hypothèses où le résumé en français n'est pas exigé sont (i) l'offre au public de titres financiers faite dans un ou plusieurs États membres de l'Union européenne, à l'exclusion de la France et ne donnant pas lieu à une admission aux négociations sur un marché réglementé en France ; (ii) l'admission de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé sollicitée dans un ou plusieurs États membres de l'Union européenne, à l'exclusion de la France, et ne donnant pas lieu en France à une offre au public autre qu'une offre au public mentionnée au 1 ou au 2 de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier ou au 2 ou 3 de l'article L. 411-2-1 du code monétaire et financier ; ou (iii) l'admission de titres de capital aux négociations sollicitée sur le compartiment mentionné à l'article 516-5.

probable qu'elles parviennent"⁵². Dans le cadre d'offres au public auprès d'investisseurs de détail (*retail*) en France, l'AMF considère généralement que le respect de cette exigence nécessite que la documentation commerciale soit rédigée en français.

S'agissant de la documentation contractuelle (modalités des obligations, contrat de placement, contrat de service financier, etc.), celle-ci peut librement être rédigée en anglais, si les parties en font le choix⁵³. Ce n'est que dans le cadre d'une hypothétique future procédure judiciaire -et uniquement au moment de celle-ci- qu'une traduction en français pourrait être requise (pour être produits devant les tribunaux français, les documents rédigés en langue étrangère doivent en principe être traduits en français par un traducteur assermenté), étant précisé que pour les procédures devant les Chambres internationales du Tribunal de commerce de Paris et de la Cour d'appel de Paris, les parties sont autorisées à produire des pièces en anglais sans qu'il soit nécessaire de produire une traduction.

Enfin, il convient de souligner que la documentation financière permettant l'émission de NEU CP et de NEU MTN, qui a vu son régime largement simplifié depuis la réforme de 2016⁵⁴ pour rendre le marché des titres de créance négociables plus lisible et plus accessible, notamment pour les émetteurs étrangers, permet ainsi aux émetteurs de rédiger cette documentation en français ou, dans le cas de titres souscrits pour un montant au moins équivalent à 200.000 euros et moyennant l'insertion d'un avertissement, dans toute autre langue usuelle en matière financière⁵⁵.

3. Attrait des chambres internationales du Tribunal de commerce de Paris et de la Cour d'appel de Paris

Les Chambres internationales du Tribunal de commerce de Paris ("**CITCP**") et de la Cour d'appel de Paris ("**CICAP**") ont été créées respectivement en 1995 et en 2018. L'objectif affirmé de ces Chambres est de renforcer l'attractivité de la place de Paris dans un contexte de concurrence entre juridictions internationales, accentué de surcroît par le Brexit⁵⁶. Leur création s'est accompagnée de la mise en place en 2018 de deux protocoles relatifs à la

⁵² Article 44.2 d) du règlement délégué (UE) 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016 (règlement délégué MIF 2).

⁵³ Dans le cas particulier des contrats auxquels une personne morale de droit public française ou une personne privée exécutant une mission de service public sont parties, et qui doivent en principe être rédigés en français en application de l'article 5 de la loi n°94-665 du 4 août 1994 relative à l'emploi de la langue française, l'article L.213-6-3 du Code monétaire et financier prévoit que, s'agissant d'obligations dont la valeur nominale à l'émission est au moins égale à 100.000 € (ou qui ne peuvent être acquises que pour un montant par investisseur et par opération au moins égal à 100.000 €), 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.

⁵⁴ Voir ci-dessus Première Partie – 6. Atouts du NEU CP, le *commercial paper* de droit français.

⁵⁵ Article D.213-11 du Code monétaire et financier.

⁵⁶ Jean-Sébastien Bazille, "Chambres commerciales internationales – Deux ans après leur création : bilan et perspectives dans un contexte remanié", JCP édition générale, n°25, 22 juin 2020.

procédure applicable devant ces Chambres pour leur permettre de s'adapter aux exigences des contentieux économiques et financiers internationaux⁵⁷.

Aujourd'hui, ces Chambres internationales répondent pleinement à leur objectif. Pour preuve, elles sont d'abord de plus en plus fréquemment sollicitées en matière économique et financière internationale. Au 29 juin 2021, les contentieux portés devant la CICAP – en très grande majorité des contentieux internationaux de nature commerciale ou post-arbitrage – impliquaient ainsi 653 plaideurs issus de 69 pays différents (dont 75,5% sont des ressortissants de l'Union européenne et 24,5% sont non-européens)⁵⁸. Ensuite, depuis le Brexit, leur recours est plébiscité en matière financière : par exemple, en matière de contrats financiers, une des nouvelles versions publiées en juillet 2018 du contrat-cadre ISDA 2002 contient une clause attribuant compétence exclusive à la CITCP en première instance et à la CICAP en appel pour trancher tout litige relatif à ce contrat⁵⁹.

L'engouement pour ces Chambres sera donc certainement analogue pour les contentieux internationaux afférents aux titres de créances, pour lesquels la CITCP et la CICAP sont compétentes⁶⁰. Ce type de contentieux nécessite un élément d'extranéité, ce qui est le cas lorsque l'émetteur et/ou l'investisseur est de nationalité étrangère.

Pour les émetteurs et/ou les investisseurs étrangers, le recours à ces Chambres internationales présente un certain nombre d'avantages non négligeables visant à accélérer, simplifier et rendre plus accessible la procédure par l'usage généralisé de l'anglais. L'objectif affiché est également de faire traiter ces contentieux par des magistrats spécialisés.

D'abord, les magistrats composant la CITCP et la CICAP disposent de solides connaissances en matière de contentieux bancaire et financier français et international, en ce compris les contentieux relatifs aux titres de créances auxquels sont exposés les émetteurs et investisseurs français et étrangers. A ce titre, ils sont issus de différents milieux leur ayant permis d'acquérir une compétence particulière dans ces matières : magistrats professionnels issus de chambres économiques et financières, ministère de la justice, avocat aux barreaux de Paris et de New-York, *solicitor* en Angleterre, directions juridiques d'entreprises⁶¹. Les magistrats composant ces chambres ainsi que leurs équipes (juristes assistants, greffiers) maîtrisent ensuite une ou plusieurs langues étrangères et sont *a minima* bilingues français-anglais⁶². Enfin, si la complexité du contentieux le justifie, ils peuvent solliciter les juges d'autres chambres du Tribunal de commerce ou de la Cour d'appel plus spécialisés dans le contentieux en question, afin de compléter la formation de jugement. Ces magistrats sont

⁵⁷ Protocole relatif à la procédure devant la Chambre Internationale du Tribunal de commerce de Paris (PTC) et Protocole relatif à la procédure devant la Chambre Internationale de la Cour d'appel de Paris (PCA) du 7 février 2018 signés par le Barreau de Paris.

⁵⁸ [Statistiques](#) de la Chambre internationale de la Cour d'appel de Paris, juin 2021.

⁵⁹ Alban Caillemer du Ferrage, "L'accès aux chambres : compétences et contentieux – un point de vue de praticien", *Revue Lamy droit des affaires* (n°152) – Supplément, 1 octobre 2019.

⁶⁰ Les articles 1.2 du PTC et 1.4 du PCA attribuent ainsi compétence à la CITCP et à la CICAP pour connaître des litiges internationaux "*en matière d'opérations sur instruments financiers, conventions-cadres de place, de contrats, d'instruments et de produits financiers*".

⁶¹ François Ancel, "L'accès aux chambres : compétences et contentieux – les compétences de la CCIP-CA [CICAP]", *Revue Lamy droit des affaires* (n°152) – Supplément, 1 octobre 2019.

⁶² Fabienne Schaller, "La procédure : pratique et outils – la langue et la représentation devant les chambres internationales", *Revue Lamy droit des affaires* (n°152) – Supplément, 1 octobre 2019.

donc parfaitement formés pour traiter les contentieux internationaux relatifs aux titres de créances.

En application des protocoles précités – dont la mise en œuvre doit être demandée par les parties⁶³ –, l'anglais est la langue privilégiée devant ces Chambres internationales. Ainsi, les parties, leurs conseils, les témoins et les experts sont autorisés à s'exprimer en anglais lorsqu'ils sont étrangers⁶⁴ et à produire des pièces en anglais sans qu'il soit nécessaire de produire une traduction⁶⁵. Ils peuvent également s'exprimer dans une autre langue (dans cette hypothèse, une traduction sera alors proposée aux parties par un traducteur) et produire des pièces dans une autre langue (une traduction des pièces sera alors nécessaire)⁶⁶. Les émetteurs et investisseurs étrangers seront donc en capacité de comprendre ce qui se passe à l'audience et de réagir instantanément. Si les actes de procédure doivent être rédigés en français, la décision qui sera rendue sera automatiquement accompagnée d'une traduction en anglais⁶⁷.

Le protocole prévoit en outre des procédures de production forcée de catégories de documents⁶⁸ et de contre-interrogatoire des témoins proches des mécanismes de *discovery/disclosure* et de *cross-examination* des systèmes de *common law*. Dans le même ordre d'idées, le protocole consacre également un temps d'audience spécifique à l'examen des frais engagés par les parties pour leur défense, similaire aux procédures anglo-saxonnes⁶⁹. Ces procédures seront donc certainement familières aux émetteurs et investisseurs étrangers.

Ces nombreux avantages permettent ainsi de simplifier et de rendre plus accessible la procédure pour les émetteurs et investisseurs étrangers.

D'autres avantages résident dans la célérité et la transparence qui sont instaurées par les protocoles, et qui permettent aux émetteurs et investisseurs d'avoir un réel aperçu sur la durée totale de la procédure. Les parties ont ainsi la maîtrise d'un calendrier impératif de procédure, qu'elles fixent d'un commun accord et conjointement avec la Chambre concernée. Ce calendrier prévoit des dates contraignantes pour tous les stades de la procédure : échange des conclusions et pièces, audiences de procédure et de plaidoirie, mise à disposition du jugement⁷⁰. A noter qu'il est également prévu des procédures de référés qui permettent aux émetteurs et investisseurs d'obtenir une décision en urgence.

Enfin, le recours à ces Chambres internationales pour trancher des litiges liés à des titres de créances au lieu de juridictions étrangères permettra d'éviter d'avoir à solliciter en France l'exequatur d'une décision étrangère (ce qui est une procédure généralement longue et

⁶³ Alban Caillemer du Ferrage, "L'accès aux chambres : compétences et contentieux – un point de vue de praticien", Revue Lamy droit des affaires (n°152) – Supplément, 1 octobre 2019.

⁶⁴ Articles 2.5 du PTC et 2.4 du PCA.

⁶⁵ Articles 2.3 du PTC et 2.2 du PCA.

⁶⁶ Articles 6.3 du PTC et 3.3 du PCA.

⁶⁷ Articles 7 du PTC et du PCA.

⁶⁸ A la différence des procédures de *discovery* et de *disclosure*, la catégorie de documents dont la production est sollicitée doit cependant être identifiée aussi précisément que possible.

⁶⁹ Emilie Vasseur, "La procédure : pratiques et outils – Aspects pratiques de la procédure devant les chambres commerciales internationales", Revue Lamy droit des affaires (n°152) – Supplément, 1 octobre 2019.

⁷⁰ François Mailhé, "La procédure : pratiques et outils – Eléments de comparaison avec les consœurs étrangères", Revue Lamy droit des affaires (n°152) – Supplément, 1 octobre 2019.

coûteuse pour des jugements de pays non-membres de l'Union européenne). Il permettra également la reconnaissance automatique des décisions dans les autres Etats membres de l'Union européenne, sans avoir à solliciter dans ces Etats l'exequatur de la décision.

Pour donner compétence à la CITCP et à la CICAP, les émetteurs et investisseurs de titres de créances français et étrangers sont avisés d'inclure une clause attributive de juridiction dans les contrats d'émissions des titres, de la même manière que celle stipulée dans la version française des Contrats-cadre ISDA 2002⁷¹. Une telle clause peut être rédigée de la manière suivante :

*"Tout différend pouvant naître entre les parties à propos de la validité, de l'interprétation, de l'exécution ou, plus généralement, découlant du présent contrat ou s'y rapportant, sera soumis, en première instance, à la compétence du Tribunal de commerce de Paris (et particulièrement à sa Chambre internationale), et, en appel, à la compétence la Cour d'appel de Paris (et particulièrement à sa Chambre internationale)."*⁷²

4. Qualités du droit continental et du droit français des contrats

Le droit français s'inscrit dans un droit continental qui régit les deux tiers de la population mondiale et qui constitue le droit de l'immense majorité des États membres de l'Union européenne (depuis le Brexit, seuls 3 pays sur 27 restent attachés à la *common law* : Chypre, Irlande et Malte, ces derniers comptant 6,5 millions d'habitants sur un total de 446 millions).

Si le droit continental s'est autant diffusé, c'est largement à raison de ses qualités intrinsèques qui ont contribué à faire de Paris une place de droit de tout premier plan dans le monde.

En effet, la codification dessine en particulier un droit *sûr*. Offert à la lecture de tous conformément à un plan structuré consultable en ligne (par exemple sur le site Légifrance), le droit continental n'oblige pas à aller chercher le contenu de la règle de droit devant le juge. Suivant la formule de Montesquieu, le juge y reste "la bouche de la loi" et il se doit d'appliquer cette dernière autant que la volonté des parties. Aussi, l'accessibilité du droit continental est-elle aisée ce qui contribue à en faire un droit *peu coûteux* qui prévient les conflits.

Ces atouts du droit continental en termes de sécurité et d'efficacité économique se retrouvent en France au plan du droit des contrats. En effet, après avoir été largement façonné par la jurisprudence de la Cour de cassation française pendant près de deux siècles, le droit des contrats a été profondément rénové par l'ordonnance du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations, entrée en vigueur le 1^{er} octobre 2016 et ratifiée le 20 avril 2018.

⁷¹ Alban Caillemer du Ferrage, "L'accès aux chambres : compétences et contentieux – un point de vue de praticien", Revue Lamy droit des affaires (n°152) – Supplément, 1 octobre 2019.

⁷² Les chambres internationales n'étant pas à proprement parler des juridictions, l'ancienne Présidente de la Cour d'appel de Paris, Madame Chantal Arens, recommande de viser expressément les chambres internationales dans la clause attributive de juridiction mais en les mettant entre parenthèses, après l'indication des juridictions (cf. Alban Caillemer du Ferrage, "L'accès aux chambres : compétences et contentieux – un point de vue de praticien", Revue Lamy droit des affaires (n°152) – Supplément, 1 octobre 2019).

L'accessibilité et l'intelligibilité du droit des contrats en sont sorties renforcées, de très nombreuses solutions jurisprudentielles ayant été consolidées dans un français contemporain et suivant un plan didactique. Fidèle aux valeurs du droit continental, la philosophie de cette réforme repose sur deux piliers fondamentaux : la liberté contractuelle, d'une part, et la sécurité contractuelle, d'autre part.

L'affirmation du principe de liberté contractuelle à l'article 1102 du Code civil doit être soulignée : il est par exemple possible pour les acteurs économiques de déterminer le contenu du contrat - oralement ou via un écrit même électronique - d'inventer de nouveaux types de contrats et même de *s'accorder* sur la preuve, sous réserve des règles spéciales et d'ordre public. Le rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance relève même "un principe général du caractère supplétif des textes", lequel implique donc de larges possibilités de dérogation conventionnelle toutes les fois qu'une disposition n'est pas d'ordre public exprès ou qu'y déroger serait logiquement impossible (vices du consentement). Le droit français des contrats est marqué par un souci d'efficacité économique qui justifie le refus de tout contrôle de la valeur des prestations : pourvu qu'elles ne soient pas illusoires ou dérisoires, il revient aux seules parties d'en apprécier l'équivalence (article 1168 du Code civil). Ce libéralisme s'illustre par un rôle important conféré à la volonté unilatérale : un contractant mécontent pourra suspendre l'exécution de son obligation en anticipant sur l'inexécution future de l'autre (article 1220 du Code civil), réduire le prix payé en proportion d'une exécution imparfaite (article 1223 du Code civil) voire résoudre le contrat à ses risques et périls (article 1226 du Code civil). Et, riche des enseignements de la pratique, un régime général des obligations refondu (titre IV) appréhende le lien de débiteur à créancier comme un bien, un actif, support d'opérations financières multiples : les transferts de créance ont été simplifiés, les cessions de dette comme de contrat consacrées.

La *sécurité contractuelle* est un second pilier du droit français des contrats qui vient couronner cette liberté contractuelle : elle conduit à conférer tout naturellement pleine force obligatoire aux contrats. L'article 1103 du Code civil énonce ainsi sobrement la règle "Pacta sunt servanda" en indiquant que "*les contrats légalement formés tiennent lieu de loi à ceux qui les ont faits*". Suivant l'aphorisme de Denis Mazeaud, en droit français plus qu'ailleurs, la faveur à l'exécution forcée en nature des obligations fait que "*ce qui est dit est dû*". Aussi, l'exécution forcée en nature est-elle garantie à la seule condition que le coût n'en soit pas manifestement disproportionné (article 1221). Le droit français présente de ce point de vue une sécurité supérieure à celle qui résulte, dans certains pays de *common law*, du jeu de la théorie de l'*efficient breach of contract* qui permet trop souvent à un débiteur de ne pas s'exécuter en nature moyennant le versement de simples dommages-intérêts. Le manquement à la parole donnée est largement combattu par le droit français car il distille une insécurité néfaste : raison pour laquelle la révocation des promesses unilatérales (qui fondent les *puts et calls*) ne saurait empêcher le transfert de l'immeuble ou des titres promis (article 1124 du Code civil).

5. Neutralité du droit du titre en matière de faillite

La question de la loi applicable à la faillite de l'émetteur est souvent une source d'inquiétude pour les investisseurs qui souscrivent des obligations soumises au droit français alors que le choix du droit du titre est en réalité sans incidence sur le droit de la faillite applicable. En effet, au sein de l'Union européenne et en application du Règlement européen 2015/848 relatif aux

procédures d'insolvabilité, la loi applicable à la procédure d'insolvabilité est la loi du pays d'ouverture de la faillite⁷³. Or, la réglementation européenne énonce, à ce titre, que la compétence des juridictions dépend du "centre des intérêts principaux du débiteur"⁷⁴. En d'autres termes, les juridictions françaises seront compétentes si le "centre des intérêts principaux du débiteur" est situé en France⁷⁵. Si l'émetteur est étranger et a le centre de ses intérêts principaux à l'étranger, la loi applicable à ses titres de créance n'aura aucune influence sur cette caractérisation.

Plus précisément, afin de déterminer la localisation des intérêts principaux du débiteur, la réglementation présume que le centre de ces intérêts se situe sur le territoire de l'Etat dans lequel il a établi son siège statutaire⁷⁶ (sauf lorsque le siège statutaire de l'émetteur a été transféré dans un autre état trois mois avant la demande d'ouverture de la procédure d'insolvabilité concernée).

Cette présomption de localisation au siège statutaire a vocation à être écartée lorsque, du point de vue des tiers, l'activité, le patrimoine ou l'administration de la société établissent une situation réelle différente de celle que la localisation au siège statutaire est censée refléter⁷⁷. Le cas échéant, seront compétentes les juridictions de l'Etat dans lequel le débiteur gère habituellement ses intérêts⁷⁸ et non celle de l'Etat dans lequel le débiteur a inscrit son siège statutaire.

Ainsi, le choix par une société étrangère (*i.e* dont le centre des intérêts principaux est établi à l'étranger) d'émettre des obligations soumises au droit français n'a pas d'effet sur le droit applicable à la procédure d'insolvabilité d'une telle société.

6. Neutralité du droit du titre en matière de fiscalité

Pour les émetteurs autres que français

La France a parfois la réputation d'avoir une fiscalité lourde. Toutefois, il convient à titre liminaire de rappeler que la fiscalité applicable aux titres de créance est indépendante du droit applicable à ces titres. Ainsi le choix du droit français comme droit applicable pour régir les relations entre les différents intervenants sur les titres de créance ne génèrera aucune fiscalité spécifique propre. C'est le droit fiscal du pays de l'émetteur qui déterminera si un prélèvement à la source est ou non applicable.

⁷³ Article 7, (1) du Règlement (UE) 2015/848.

⁷⁴ Article 3, (1) alinéa 1 du Règlement *op. cit.*

⁷⁵ Pour ces débiteurs qui ont leur centre des intérêts principaux en France, il convient de préciser que le droit français des procédures collectives a fait l'objet d'une profonde refonte avec l'Ordonnance n°2021-1193 du 15 septembre 2021 portant modification du livre VI du Code de commerce, inspirée par le pragmatisme économique des dispositions de la Directive (UE) 2019/1023 du Parlement Européen et du Conseil du 20 juin 2019, avec l'objectif de trouver le point d'équilibre entre les intérêts du créancier et ceux du débiteur.

⁷⁶ Article 3, (1) alinéa 2 du Règlement *op. cit.*

⁷⁷ CJUE, 20 octobre 2011, aff. C-396/09, Interedil SRL.

⁷⁸ CJUE, 20 octobre 2011, aff. C-396/09, Interedil Srl ; pris en application de l'ancien Règlement communautaire CE n°1346/2000 du 29 mai 2000, confirmé par l'actuel Article 3 (1) alinéa 1 du Règlement UE 2015/848.

Pour les émetteurs français

Pour les émetteurs français, aucune retenue à la source n'est en principe due sur les intérêts versés hors de France. Cette exonération de retenue à la source s'applique de plein droit sans qu'aucune formalité ne soit requise par l'établissement payeur.

Deux spécificités qui tiennent à la qualité de l'investisseur doivent toutefois être signalées.

En premier lieu, les intérêts payés hors de France par un émetteur français à un créancier établi dans un État ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI (ETNC) ou versés sur un compte ouvert dans un ETNC sont par exception passibles d'une retenue à la source qui peut être portée au taux de 75% conformément à l'article 125 A, III du CGI.

Toutefois, il existe une clause de sauvegarde selon laquelle ce prélèvement ne s'applique pas si l'émetteur démontre que l'opération d'endettement a principalement un objet et un effet autres que de permettre la localisation des produits correspondants dans un ETNC. En pratique, l'émetteur doit apporter tout élément de nature à démontrer l'effet autre que fiscal de l'opération d'endettement. À cet égard, il doit s'attacher à produire tous les éléments matériels et quantitatifs de nature à permettre une comparaison objective entre le gain résultant des avantages fiscaux tirés du paiement dans un ETNC et celui tenant aux avantages d'autre nature.

En tout état de cause, l'administration fiscale a admis que trois catégories de titres bénéficient automatiquement de cette clause de sauvegarde. Il s'agit d'abord des titres offerts dans le cadre d'une offre au public de titres financiers au sens de l'article 2 du Règlement (UE) 2017/1129 du 14 juin 2017 ou d'une offre équivalente réalisée dans un État autre qu'un ETNC. Cela concerne également les titres admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation d'instruments financiers français ou étrangers, sous réserve que ce marché ou système ne soit pas situé dans un ETNC et que le fonctionnement du marché soit assuré par une entreprise de marché ou un prestataire de services d'investissement ou tout autre organisme similaire qui ne soit pas situé dans un ETNC. Cela inclut, enfin, les titres admis, lors de leur émission, aux opérations d'un dépositaire central ou à celles d'un gestionnaire de systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers au sens de l'article L 561-2 du Code monétaire et financier, ou d'un ou plusieurs dépositaires ou gestionnaires similaires étrangers, sous réserve que le dépositaire ou gestionnaire ne soit pas situé dans un ETNC. Ainsi, les titres de créance admis aux opérations d'Euroclear France bénéficient de la clause de sauvegarde et ne sont pas passibles de la retenue à la source visée à l'article 125 A, III du CGI.

En second lieu, l'établissement payeur peut être tenu de pratiquer le prélèvement à la source de la *flat tax* lorsque l'investisseur est une personne physique résidente de France. En effet, aux termes de l'article 125 A du CGI, le prélèvement forfaitaire unique de 30% est appliqué aux intérêts et revenus assimilés perçus par un porteur particulier résident fiscal français ne détenant pas ses titres dans le cadre de son activité.

Annexe : Composition du Groupe de Travail

Président :

- **Marc-Etienne Sébire**, Avocat associé (CMS Francis Lefebvre)

Membres :

- **Clémence Berroëta**, Managing Director, DCM (Crédit Agricole CIB)
- **Stéphanie Bertin**, Head of the Financial Law Division (Crédit Agricole SA UK)
- **Stéphanie Besse**, Managing Director - Global Head DCM Corporate (Natixis)
- **Cedric Besson**, Interim Head of Primary Listing France Portugal Spain (Euronext)
- **Auriane Bijon**, Avocate counsel (Clifford Chance)
- **Arnaud de Bresson**, Managing Director (Paris Europlace)
- **Cédric Burford**, Avocat associé (Clifford Chance)
- **Henri Casadesus**, Directeur Juridique (Morgan Stanley France)
- **Olivier Chomette**, Head of Debt Solutions – Direction juridique (Natixis)
- **Veronique Collin**, Avocate associée (Squire Patton Boggs)
- **Thiebold Cremers**, Directeur juridique (AMAFI)
- **Audrey Dahan**, Global Manager of Securities, Legal (BNP Paribas)
- **Véronique Delaittre**, Avocate associée (Linklaters)
- **Victor Delion**, Avocat (CMS Francis Lefebvre)
- **Hervé Ekué**, Avocat associé (Allen & Overy)
- **Pierre Fiset**, Managing Director - Division Counsel for Western Europe & Israel (Citi)
- **Laureen Gauriot**, Juriste Financement Senior (Orange)
- **Elsa Imbernon**, Head of Legal Practice, Debt Solutions – Direction juridique (Natixis)
- **Grégoire Karila**, Avocat associé (White & Case)
- **Patricia Leclerc**, juriste (Citi)
- **Emmanuelle Leroy**, Avocate (Ashurst)
- **Alexandre Logatchev**, juriste Debt Capital Markets (HSBC Continental Europe)
- **Soline Louvigny**, Avocate (Allen & Overy)
- **Annabel Massey**, Avocate (Ashurst)
- **Fanny Palmieri**, Head of Legal Team ESES CSDs (Euroclear)
- **Jérôme Pellet**, Head of Corporate and Public Sector Debt Capital Markets Origination – France (HSBC Continental Europe)
- **David Poirier**, Juriste financier (Société Générale Securities Services et AFTI)
- **Florie Poisson**, Avocate (CMS Francis Lefebvre)
- **Michel Prada**, Président du Comité Environnement réglementaire et juridique (Paris Europlace)
- **Richard Roger**, Responsable de la ligne Métier des Services aux Emetteurs (Société Générale Securities Services)
- **Stéphanie Saint-Pé**, Déléguée Générale (AFTI)
- **Natalia Sauszyn**, Avocate Of Counsel (Jones Day)
- **Sébastien Séailles**, Group strategy (Euroclear)
- **Julien Sébastien**, Avocat associé (Allen & Overy)
- **Marc-Etienne Sébire**, Avocat associé (CMS Francis Lefebvre)
- **Florence Tresarrieu**, Directrice des financements et de la trésorerie (Pernod Ricard)
- **Manaf Triqui**, Avocat counsel (Kramer Levin)
- **Olivier Vigna**, Délégué général adjoint (Paris Europlace)

- **Hubert du Vignaux**, Avocat associé (Gide Loyrette Nouel)
- **Laurent Vincent**, Avocat associé (Gide Loyrette Nouel)
- **Christophe Yvon**, Responsable Droit des Opérations de Marché (Société Générale)

Autorité des marchés financiers :

- **Guillaume Clément-Larosière**, Chargé de portefeuille senior (spécialiste obligataire)
- **Julien Laroche**, Responsable Pôle Banque, Assurance et Marché obligataire, Direction des Emetteurs

Banque de France :

- **Emmanuelle Trichet**, Chef du service des Titres de créances négociables

Direction Générale du Trésor :

- **Mehdi Ezzaim**, Adjoint au chef de bureau Epargne et Marché financier
- **Eve Maurice**, Adjointe au chef de bureau Epargne et Marché financier



PARIS EUROPLACE

Palais Brongniart
28, place de la Bourse
75002 Paris – France

CONTACTS

Arnaud de Bresson

Délégué général, Paris EUROPLACE
bresson@paris-europlace.com

Marc-Etienne Sébire

Avocat Associé, CMS Francis Lefebvre
marc-etienne.sebire@cms-fl.com

Olivier Vigna

Délégué général adjoint, Paris EUROPLACE
olivier.vigna@paris-europlace.com

Conception graphique Alex Ly Design



paris-europlace.com