

Qualification juridique des *Medium Term Notes* émises par une entité française

Le succès des Medium Term Notes, de plus en plus utilisées par les entités françaises relance le débat sur la qualification par le droit français de ces instruments de financement.

Serge Durox
Avocat associé
Guillaume Eliet
Avocat
Coudert Frères

■ L'encours des *Medium Term Notes* (MTNs) émis par les entités françaises n'a cessé de croître ces dernières années. Entre juin 1997 et juin 1999, cet encours a presque doublé alors que dans le même temps l'encours des Bons à moyen terme négociables (BMTN) émis par ces mêmes entités ne progressait pas ⁽¹⁾. Il est, à cet égard, particulièrement frappant de constater l'engouement des entités non bancaires pour le financement par émission de MTNs : au 30 juin 1999, les encours de MTNs émis par des entreprises non bancaires étaient près de huit fois plus importants que les encours de BMTN émis par ces mêmes entités.

Classement difficile

Il n'existe pas, à proprement parler, de définition des MTNs. En outre toute tentative de définition serait réductrice en ce qu'elle ne refléterait pas, d'une part, la flexibilité et la variété des montages liés à l'émission de MTNs et d'autre part, le diversité des caractéristiques des titres émis.

Néanmoins, on peut retenir que les MTNs constituent des titres de créances négociables émis au gré de l'émetteur dans le cadre d'un programme d'émission. Ce dernier prend la forme d'un contrat-cadre définissant

globalement les conditions dans lesquelles l'entité emprunteuse aura la faculté de solliciter, ponctuellement, l'émission de MTNs.

Sur un plan juridique, le fait que ces titres, soumis le plus souvent au droit anglais, se trouvent matérialisés par un document représentatif de la globalité de l'émission (le «*Temporary ou Permanent Global Note*») heurte le régime français des valeurs mobilières, organisé autour du principe de dématérialisation. Mais il ne s'agit, en réalité, que d'une nuance conceptuelle dès lors que ce document unique ne vise qu'à satisfaire l'obligation de matérialisation imposée par le droit anglais et que dans le même temps, les termes de ce titre unique reconnaissent les intérêts de tous les porteurs enregistrés auprès des intermédiaires financiers, organisant ainsi une dématérialisation contractuelle.

On a pu également opposer à la souplesse du régime juridique des MTNs les contraintes du droit français. Néanmoins, la réforme du marché de l'euro-franc et la modernisation du régime juridique français des titres de créances négociables intervenues à la fin de l'année 1998, ont contribué à réduire les différences entre les MTNs et les titres de créances français.

Dans ce contexte, la question de la qualification par le droit français des

MTNs émises par des entités nationales demeure d'actualité.

En effet, même si elles conviennent de placer leurs accords sous l'empire d'un droit étranger, les parties ne peuvent totalement écarter l'application de la loi française ⁽²⁾.

Ainsi, l'identification des émetteurs capables de mettre en circulation des MTNs, les procédures d'autorisations préalables internes et/ou externes à l'émetteur, la possibilité ou non de faire appel à l'épargne publique, d'obtenir la cotation en bourse des titres, la souscription, la circulation et la fiscalité des MTNs dépendront de la qualification juridique que recevraient en droit français les MTNs.

On peut d'ores et déjà noter que l'élément le plus caractéristique des MTNs réside dans le fait qu'il s'agit de titres dont la libre négociation est essentielle.

A cet égard, le droit français reconnaît la négociabilité de plusieurs catégories d'instruments dont les régimes juridiques diffèrent singulièrement et dont certains se révéleraient totalement incompatibles avec les objectifs financiers poursuivis par les parties à l'émission et l'investissement des porteurs.

Aussi, nous écarterons de cette étude la comparaison des MTNs avec les effets de commerce ou avec les bons de caisse,

même si, pour cette seconde catégorie, on pourrait dans certaines hypothèses concevoir qu'il existe un risque de voir des MTNs qualifiées de bons de caisse.

Pour les besoins des développements qui suivent, nous admettrons :

- qu'il est de l'intention tant de l'émetteur que du (des) *dealer(s)* de mettre en circulation des titres négociables,

au porteur ou nominatifs, ayant une maturité supérieure à 3 mois pouvant aller jusqu'à 30 ans (cette limite supérieure est indicative) ;

- que les MTNs sont susceptibles d'être cotées en bourse ;

- que les droits conférés au porteur sont identiques pour une même émission, les titres ayant ainsi un caractère

fongible (sous réserve d'éventuelles formalités à respecter pour transférer un titre nominatif) ;

- que les titres peuvent être libellés en francs ou en devises étrangères.

De là, il semble pertinent de rechercher dans quelle mesure les MTNs pourraient être assimilées à des titres de créances négociables ou à des obligations.

Les MTNs et les titres de créances négociables (TCN)

L'assimilation des MTNs à des TCN présente des caractères séduisants dans la mesure où, selon le titre V de la loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985, tel que modifié par l'article 19 de la loi n° 91-716 du 26 juillet 1991, les TCN sont par essence émis au gré de l'émetteur, pour une durée déterminée. A priori, les MTNs seraient susceptibles d'être qualifiées de TCN, et, plus précisément, de BMTN, puisque la faculté d'émettre de tels titres reste une option ouverte à l'émetteur pendant toute la durée du programme et que la loi n'a pas fixé, pour cette catégorie de titres, d'échéance maximale.

Notons également que la réforme du marché français des TCN opérée en fin d'année 1998, a encore rapproché le régime de ces titres de celui des MTNs. Ainsi, il est désormais admis que les contrats d'émission des TCN puissent ne pas garantir le remboursement du capital emprunté, comme pour les MTNs (3).

Toutefois la comparaison connaît deux limites qui, à notre sens, devraient permettre de repousser l'attraction du régime juridique de TCN :

- la documentation contractuelle relative à l'émission de MTNs organise la représentation collective et les modalités de prise de décision des porteurs

pris dans leur ensemble, mécanisme qui est étranger aux TCN, du fait que chaque TCN est représentatif d'une dette distincte, et ceci quand bien même l'émetteur procéderait à l'émission d'une série de titres dont les caractéristiques seraient identiques ;

- en outre, les MTNs ont vocation (alors même qu'elles ne le seraient pas) à être admises à la cotation sur un marché réglementé français ou étranger.

Pour la commodité de la discussion, nous examinerons la validité de ces deux arguments en comparant les MTNs avec les valeurs mobilières et plus spécialement avec les obligations.

Les MTNs et les obligations

Les obligations sont des valeurs mobilières

La notion de valeur mobilière a fait l'objet de définitions légales partielles et ponctuelles qui ne rendent pas compte de l'ensemble des qualités intrinsèques des valeurs mobilières. De là, il convient de se référer aux traits caractéristiques des valeurs mobilières tels que mis en évidence par la jurisprudence. Les professeurs Ripert et Roblot ont synthétisé cette jurisprudence en réservant la nature des valeurs mobilières à «*des titres négociables suivant des formes simplifiées et (qui), étant émises par catégories qui confèrent des droits identiques, sont interchangeables et fongibles. Ces traits les rendent susceptibles de négociations en bourse*» (4).

La création, par la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, de la catégorie des ins-

truments financiers, n'a pas rendu obsolète la notion de valeur mobilière.

Les MTNs, comme les obligations et les TCN, constituent des instruments financiers.

En effet, il n'est pas contestable que chacun de ces titres représente «*un droit de créance sur la personne qui les émet, transmissibles par inscription en compte ou tradition*», selon la formule utilisée au point 2 de l'article 1^{er} de la loi du 2 juillet 1996. Par ailleurs, le seul fait que ces titres puissent être émis sur le fondement de droits étrangers ne remet pas en cause leur appartenance à la catégorie des instruments financiers.

Néanmoins, tous les instruments financiers ne sont pas des valeurs mobilières. Il apparaît, en effet, que le trait distinctif des valeurs mobilières consiste en leur éventuelle cotation en bourse, caractéristique étrangère aux TCN. De

surcroît, les TCN ne représentent pas une fraction d'une émission globale, chaque titre ayant ses caractéristiques propres. C'est l'absence de fongibilité des TCN qui empêche leur classification dans la catégorie des valeurs mobilières. Or, comme nous l'avons signalé dans le cadre de nos hypothèses, les MTNs ont vocation à faire l'objet d'une cotation en bourse, ce qui semble rapprocher les MTNs de la catégorie des valeurs mobilières et, au sein de cette catégorie, des obligations.

Les MTNs comparées aux obligations

L'article L213-5 du Code monétaire et financier (5) définit les obligations comme «*des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur*

nominales. Cette définition partielle ne rend absolument pas compte des particularismes attachés aux obligations, notamment en occultant le caractère collectif du contrat liant l'entité émettrice aux porteurs d'obligations. Ainsi, dans le cadre d'une émission d'obligations, chaque souscripteur consent, non pas à prêter la somme représentant le montant des titres par lui acquis, mais à participer à un prêt global constitué par l'ensemble des obligations émises.

De là, il existe une égalité de traitement entre tous les obligataires dont les intérêts sont considérés comme identiques. C'est d'ailleurs cette communauté d'intérêt qui a poussé le législateur à organiser la représentation unique des créanciers au sein de la masse des obligataires, de manière facultative dans un premier temps, puis impérative avec la promulgation de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés.

La Cour de cassation, dans un arrêt récent, a eu l'occasion de rappeler son attachement à cette notion d'intérêt commun qui unit tous les porteurs de titres d'un même emprunt, en annulant un arrêt de la cour d'appel de

«La mise en place d'un programme d'émission de MTNs ne peut être assimilée à une émission d'obligations dans la mesure où un programme d'émission n'est qu'un contrat cadre ne faisant naître aucune obligation d'émettre des MTNs.»

Paris qui avait jugé irrecevable l'action en responsabilité délictuelle engagée par la masse des obligataires au motif que chaque porteur avait subi un préjudice distinct devant être évalué sur une base individuelle (6).

L'organisation collective de la représentation des porteurs d'obligations est un phénomène complètement étranger aux opérations liées aux émissions de TCN. Cette caractéristique autorise un rapprochement encore plus étroit des MTNs aux obliga-

tions au sens de la loi du 24 juillet 1966 (désormais codifiée au Code monétaire et financier).

En effet, dans le cadre d'une émission de MTNs, que la représentation des porteurs s'effectue au travers d'un trust ou repose sur les stipulations contractuelles contenues dans le «*Fiscal/Paying Agency Agreement*», l'idée qui sous-tend l'utilisation de ces mécanismes procède du même souci exprimé par le législateur français de voir la collectivité des porteurs représentée au sein d'une structure unique où la décision majoritaire prime sur l'intérêt individuel.

Assimilation des MTNs aux obligations

Ecartons tout d'abord l'hypothèse dans laquelle une émission de MTNs se résoudrait en l'émission d'une seule «*Note*», c'est-à-dire d'une coupure unique représentant le montant total de l'emprunt, sans possibilité de négociation d'un montant nominal fractionné. L'assimilation d'une telle «*Note*» à une obligation de droit français ne serait pas concevable dans la mesure où une émission d'obligations suppose la création d'une série de titres identiques représentant un emprunt global. L'émission d'une seule «*Note*» sans possibilité de négociation d'un montant nominal fractionné s'analyserait plus aisément en une émission de TCN pour laquelle le processus d'autorisation sociale est allégé. La mise en place éventuelle d'un programme d'émission et l'émission d'une pluralité de «*Notes*» soulèvent quant à eux, des questions plus délicates liées aux pouvoirs des organes sociaux de l'émetteur.

La mise en place d'un programme d'émission de MTNs ne peut-être assimilée à une émission d'obligations dans la mesure où un programme d'émission n'est qu'un contrat cadre ne faisant naître aucune obligation d'émettre des MTNs. En conséquence, sur un plan purement juridique, la conclusion d'un programme d'émission ne relève pas de la compétence de l'assemblée générale des actionnaires et peut être valablement décidée, le cas échéant, par le conseil d'administration ou le directoire.

Par ailleurs, rien n'interdit la conclusion, par le conseil d'administration ou le directoire, d'un programme d'émission de MTNs d'une durée supé-

rieure à cinq ans, période maximale de la délégation de pouvoirs que l'assemblée générale peut accorder au conseil d'administration ou au directoire aux fins de procéder à l'émission d'obligations, puisque précisément la conclusion d'un programme ne constitue pas, en soi, une émission de MTNs.

Néanmoins, l'intervention de l'assemblée générale des actionnaires de l'entité émettrice lors de la conclusion d'un programme (mais en dehors de toute émission de MTNs), peut paraître souhaitable et justifiée compte tenu de l'importance des montants en cause. En outre, l'intervention de l'assemblée générale des actionnaires de l'entité émettrice peut être l'occasion d'accorder au conseil d'administration ou au directoire une délégation de pouvoirs limitée à cinq années si l'émission de MTNs est envisagée, sous la réserve que la délégation soit consentie en connaissance de cause, faute de quoi, il ne s'agirait plus d'une délégation mais d'un véritable blanc-seing. En effet, les décisions d'émission de MTNs proprement dites, même si celles-ci sont prises en application d'un programme préalablement mis en place, suivent les mêmes règles et le même formalisme que celles imposées par la loi française pour l'émission d'obligations. Elles relèvent ainsi de la compétence de l'assemblée générale des actionnaires, qui peut déléguer ses pouvoirs au conseil d'administration ou au directoire, lequel peut subdéléguer à son président ou à l'un de ses membres les pouvoirs ainsi reçus. Si une telle solution emporte l'adhésion sur un plan juridique, elle nous semble également plus protectrice des intérêts sociaux de l'émetteur. ●

(1) Selon une étude de la Banque de France, l'encours des EMTN émis par des entités françaises est passé de 40 à 79 milliards d'euros entre juin 1997 et juin 1999 alors que, pour la même période l'encours des BMTN baissait de 67 à 65 milliards d'euros («Le développement des euromarchés auprès des émetteurs français depuis la fin 1996», *Bulletin de la Banque de France*, n° 71, novembre 1999).

(2) F.-Ch. Jeantet, «Emprunts français à l'étranger : domaines réservés à la loi française», *JCP* 1975, I, 2074.

(3) L. Béal, «La nouvelle réglementation des titres de créances négociables», *Bulletin de la Banque de France* n° 62, février 1999.

(4) G. Ripert et R. Roblot, «Traité de droit commercial», Tome II, 16^e édition, *LGDJ*, 2000, n° 1734.

(5) Ancien article 284 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966.

(6) Cass. com. 15 juin 1999, *Petites Affiches*, 3 novembre 1999, p. 16.