

Emprunts internationaux en France

En France, l'existence d'un régime dérogatoire permet de mieux définir le concept d'emprunt à l'étranger. Cette évolution est indispensable dans le cadre d'Euronext face à la concurrence croissante des places de marchés internationales.

Arnauld Achard
Avocat (département finance)
Julien Ruderman
Avocat (département fiscal)
Clifford Chance, Paris

■ Avec l'équivalent de 612 milliards de dollars d'émission en 1999, selon les données de la Banque des règlements internationaux, le marché primaire des obligations en euros a joué un rôle moteur dans l'expansion générale des marchés internationaux de titres de dettes. Les pays de la zone euro se situent en deux sous-groupes : pays où la majorité des émissions est le fait de nationaux – exemple : Allemagne – et pays où la majorité des émissions est le fait de non-résidents – exemple : Pays-Bas et Luxembourg.

La France se situe dans une situation intermédiaire, les fonds levés par les non-résidents correspondant approximativement aux fonds levés par les émetteurs de nationalité française (74 milliards de dollars, contre 78 milliards) (1).

Flou artistique

La notion d'emprunt international, d'émission internationale n'est pas clairement définie par les textes applicables ou la jurisprudence.

Pour définir l'émission internationale (ou «euro-obligation»), deux théories s'affrontent : selon la première qui est dominante, on est en présence d'une émission internationale dès lors que les titres sont majoritairement souscrits par des non-résidents ; selon la seconde, qui est minoritaire, le critère essentiel est celui du versement des fonds en dehors du pays de l'émetteur (jurisprudence Matter (2)).

Les textes législatifs et l'interprétation qui en est faite par l'administration et les tribunaux conduisent clairement à retenir le marché de destination comme critère des euros-émissions ; autrement dit, il faut entendre par euros-valeurs mobilières celles qui sont majoritaire-

ment offertes dans un pays autre que celui du siège de l'émetteur ; peu importe en revanche que le produit de l'émission soit versé en France ou hors de France.

Les produits concernés sont les titres de dettes émis par des émetteurs français ou étrangers dont la documentation, rédigée en langue française ou anglaise, est soumise au droit français ou à un droit étranger.

L'avantage de la simplicité

Le droit des sociétés

Alors que les sociétés françaises sont soumises à une double obligation de capital minimum (3) (en cas d'appel public à l'épargne) et de conditions d'existence (4) lorsqu'elles émettent des obligations, les émetteurs étrangers (autres que certains souverains et quasi-souverains (5)) sont soumis, et ce uniquement lorsqu'ils font appel public à l'épargne en France, à une simple condition d'existence minorée (6).

Les emprunts émis à l'étranger sous l'empire de la loi française (par des émetteurs français ou étrangers) sont en outre dispensés de respecter ou peuvent aménager un certain nombre de dispositions de la loi sur les sociétés commerciales (maintenant intégrées dans le nouveau Code de commerce (7)) relatives à la représentation des obligataires par une masse. En pratique les émetteurs d'emprunts émis à l'étranger conservent la masse afin de pouvoir bénéficier d'une souplesse d'adaptation des clauses du contrat d'émission conformément aux indications de la Cob (8). Ainsi des per-

sonnes morales ou physiques non domiciliées en France peuvent être désignées comme représentant de la masse (9).

Le droit fiscal

Au plan fiscal, l'émission d'emprunts obligataires internationaux par des entreprises françaises est grandement facilitée par les dispositions de l'article 131 *quater* du CGI qui exonèrent de prélèvement les intérêts des emprunts contractés hors de France par des personnes morales françaises. Ainsi, les intérêts versés par des entreprises françaises à des prêteurs établis hors de France sont en principe exonérés de retenue à la source, indépendamment des dispositions des conventions fiscales éventuellement applicables. Cette exonération ne s'appliquant que si le «prêteur initial» est établi hors de France, l'administration fiscale considère, pour les émissions obligataires en franc, que chacun des souscripteurs sur le marché primaire doit avoir son domicile fiscal ou son siège hors de France (10). Toutefois, l'administration fiscale admet de faire bénéficier de l'exonération les émissions obligataires en franc réalisées par l'intermédiaire d'un syndicat international de banques qui ne fait pas appel public à l'épargne en France et qui n'offre les titres en France qu'à des investisseurs qualifiés (au sens de l'Ordonnance du 28 septembre 1967 modifiée), ainsi que les émissions obligataires en euro.

Le droit boursier

Des dispositions particulières s'appliquent aux emprunts internationaux émis par des émetteurs étrangers pour leur cotation à Paris ou l'offre au public en France, et pour les émissions sans ap-

La cotation des emprunts internationaux au Royaume-Uni

Cedric Burford

Solicitor of England
and Wales

Clifford Chance, Paris

Tout émetteur souhaitant coter ses obligations à la Bourse de Londres est soumis aux articles applicables du Financial Services Act 1986 concernant le contenu du prospectus dénommé *listing particulars*. L'article 146 de cette loi précise, en résumé, que les *listing particulars* doivent fournir toute information nécessaire pour permettre aux investisseurs de prendre une décision avisée concernant les obligations. Il incombe donc à l'émetteur et à ses conseillers financiers et juridiques de s'assurer que les

listing particulars présentent une image complète des affaires de l'émetteur et, surtout, de tout fait qui serait susceptible d'affecter de manière significative la situation financière de celui-ci. Les *listing particulars* doivent également être conformes aux exigences des *Listing Rules* promulguées par le UK *Listing Authority*, l'équivalent de la Commission des opérations de bourse. Les *Listing Rules* comportent un nombre important d'éléments à inclure dans les *listing particulars*, tels que les comptes annuels de l'émetteur, un tableau de capitalisation et une description des obligations, ainsi que des informations relatives aux publications à

effectuer à Londres. Une particularité des *Listing Rules* et en conséquence de l'application des dispositions du *Financial Services Act*, est que la définition de *listing particulars* comprend uniquement le prospectus, pas les documents incorporés par référence. Dans le cas d'un Programme MTN, les *Pricing Supplements* émis pour chaque tranche ne font pas partie des *listing particulars*, et ne doivent donc pas contenir d'informations complémentaires.

La procédure de cotation

L'émetteur doit nommer un *Listing Agent*, équivalent d'une

banque présentatrice, qui pourra déléguer certaines de ses obligations administratives à un cabinet juridique.

Le *Listing Agent* soumet le projet de *listing particulars* au UK *Listing Authority*, qui fournira, après un délai d'environ deux semaines, ses commentaires, conformément aux *Listing Rules* (application stricte).

Un fois que le *Listing Agent* a répondu aux commentaires du UK *Listing Authority*, il s'ensuit une procédure assez compliquée pour obtenir le visa officiel, par voie de *stamping-off* des *listing particulars* (le UK *Listing Authority* appose son «sceau» officiel sur la version définitive du prospectus).

pel public à l'épargne, notamment ⁽¹¹⁾ :

- la possibilité d'utiliser une «langue usuelle en matière financière» (c'est-à-dire l'anglais) pour le prospectus d'offre ou d'introduction désormais supprimée ⁽¹²⁾ ;
- la présentation du prospectus sous une forme internationale ⁽¹³⁾ ;
- l'admissibilité des principes compatibles généralement acceptés dans l'état de constitution de l'émetteur pour la présentation des états financiers ⁽¹⁴⁾.

En outre, les émetteurs étrangers peuvent, par la voie de la reconnaissance mutuelle, que ce soit pour un prospectus d'introduction ou d'offre ⁽¹⁵⁾, bénéficier de délais raccourcis et en principe du non-réexamen sur le fond du dossier pour les prospectus qui ont été approuvés par une autorité compétente d'un état membre de l'Union européenne depuis moins de trois mois.

Il résulte de ce qui précède que l'emprunt international, en particulier

lorsqu'il est émis par un émetteur étranger OCDE, bénéficie d'un allègement de la procédure qui pouvait jusqu'en décembre dernier ⁽¹²⁾ inciter certains émetteurs français à émettre par l'intermédiaire de filiales étrangères. C'est le cas, notamment, des grandes banques françaises qui émettaient leurs warrants par l'intermédiaire de filiales étrangères, en général néerlandaises.

Les difficultés rencontrées

La compatibilité avec le droit commun

La possibilité offerte aux émetteurs étrangers de préparer un prospectus d'introduction ou d'offre en anglais se heurte aux dispositions applicables en matière de démarchage ⁽¹⁶⁾ ou d'emploi de la langue française ⁽¹⁷⁾. Ces dernières dispositions d'origine législative ont vocation à prévaloir. Le Conseil d'Etat ⁽¹²⁾ a rappelé en décembre dernier cette prééminence de façon catégorique.

Même si les émetteurs étrangers

sont autorisés à présenter leurs états financiers conformément à la réglementation en vigueur dans leur pays d'origine, la Cob exige que ces derniers insèrent dans les prospectus d'introduction ou d'offre qui lui sont présentés des comptes semestriels au plus tard dans les quatre mois qui suivent la fin dudit semestre. En outre, la Cob exige que ces comptes semestriels soient revus (revue limitée) par des commissaires aux comptes. Une telle exigence n'est écartée qu'en matière de reconnaissance mutuelle (voir ci-dessus) et sous condition

que l'émetteur atteste par écrit à la Cob que son droit national ne lui fait pas obligation de publier ou faire revoir par ses commissaires aux comptes des comptes semestriels.

La qualification juridique en droit français

Lorsqu'un émetteur français émet des *Notes* de droit anglais dans le cadre d'un programme d'*Euro Medium Term Notes*, doit-on considérer ces instruments de droit étranger comme des

Luxembourg : un régime simplifié

Josée Weydert

Avocat

*Kremer Clifford Chance
Luxembourg*

Autorités compétentes

Pour procéder à une offre publique de valeurs mobilières à Luxembourg ou pour faire admettre à la cote officielle de la Bourse de Luxembourg des valeurs mobilières, la société émettrice devra en aviser la Société de la Bourse de Luxembourg au moins quinze jours à l'avance en introduisant un dossier. La Société de la Bourse de Luxembourg informera directement la Commission de surveillance du secteur financier de l'avis qui a été donné. L'offre publique et l'admission à

la cote officielle de valeurs mobilières sont subordonnées à la publication d'un prospectus par la personne qui effectue l'opération. L'instruction des prospectus d'offre publique ou d'admission à la cote appartient aux services de la Société de la Bourse de Luxembourg.

Cotation en Bourse de Luxembourg

Le prospectus doit contenir les renseignements qui, selon les caractéristiques de l'émetteur et des valeurs mobilières qui font l'objet de l'opération, sont nécessaires pour que les investisseurs et leurs conseillers en placement puissent porter un jugement fondé sur le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives

de l'émetteur, ainsi que sur les droits attachés à ces valeurs mobilières. La Société de la Bourse, en accord avec la Commission de surveillance du secteur financier, peut dispenser l'émetteur de la publication de certains renseignements.

Au cas où les obligations seraient, de par leur nature, achetées ou souscrites par un nombre limité d'investisseurs professionnels, la Commission de surveillance du secteur financier peut dispenser l'émetteur de l'insertion de certaines données dans le prospectus, ou permettre à l'émetteur d'y insérer des informations sous forme abrégée. Les obligations émises sur base continue ou répétée par

les établissements de crédits établis au sein de l'UE qui publient régulièrement leurs comptes sont dispensés pour grande partie des informations à donner. Il en est de même pour les obligations qui font l'objet d'une garantie d'un Etat membre de l'OCDE ou d'une société créée par une loi spéciale.

Certaines institutions et organismes supranationaux sont notamment dispensés de publier un prospectus.

Langues utilisées dans le prospectus :

- Le prospectus d'offre publique ainsi que le prospectus de cotation peuvent être rédigés en français, en anglais ou en allemand ; il est possible que le prospectus soit rédigé dans plusieurs de ces langues.

obligations ⁽¹⁸⁾ ou des bons à moyen terme négociables ? Suivant les cas, l'émission devra être autorisée par l'assemblée générale des actionnaires ou pourra être autorisée par le conseil d'administration. En pratique, la grande majorité des *Notes* sont qualifiées d'obligations (au sens précité) dans la mesure où elles sont fongibles, négociables, émises en série, généralement cotées et avec une maturité supérieure à un an.

Un problème similaire peut surgir dans le cadre d'émission de droit anglais

par un émetteur français où les titres sont représentés par une coupure globale au porteur. La doctrine et la *case law* anglaise considèrent, dans une telle hypothèse, que l'émetteur, tant qu'il ne devient pas porteur de la coupure globale (c'est le dépositaire commun qui en est le porteur), pourra acheter une obligation sans qu'il y ait confusion (*legal merger*). La Cob semble considérer que dans un tel cas, il y a confusion ⁽¹⁹⁾ et refuser les montages intégrant une telle possibilité.

Enfin, des problèmes de classification peuvent également se poser pour les émetteurs étrangers. Ainsi lorsqu'une *partnership* de droit américain introduit ses titres en France, doit-on considérer pour les besoins de la réglementation applicable en matière de contrôle des changes et à l'offre au public d'instruments financiers, que ces titres sont émis par une société (par

«La possibilité de préparer un prospectus d'introduction ou d'offre en anglais se heurte aux dispositions en matière de démarchage ou d'emploi de la langue française.»

La cotation des emprunts internationaux en Allemagne

Dr. Andreas Zahn

Rechtsanwalt

Clifford Chance Punder, Frankfurt

La loi sur la Bourse (Börsengesetz - «BorsG») prévoit l'existence de trois segments s'agissant de la cotation des titres de dettes : marché officiel (*Amtlicher*), marché réglementé (*Geregelter Markt*), et marché libre (*Freivekehr*).

Les émissions internationales ne bénéficient pas d'un régime dérogatoire si ce n'est que le prospectus (marché officiel) ou le rapport de la société (marché réglementé) peuvent être rédigés en langue anglaise et que les règles de la reconnaissance mutuelle sont applicables. L'admission sur un marché libre n'est pas soumise à la préparation d'un prospectus ou d'un rapport de la société.

exemple une société en commandite par actions) ou par un organisme de placement collectif en valeurs mobilières (Opcvm) ? La conséquence de la classification en Opcvm est extrêmement lourde puisqu'elle entraînera l'obligation d'obtenir l'autorisation du ministre

chargé de l'économie, préalablement à son introduction en France, et la limitation du bénéfice du placement privé aux hypothèses de «commercialisation passive» (20). La Cob considère que cette classification devra se faire suivant le droit du pays de l'émetteur, même si elle se réserve le droit de la requalifier.

Le pragmatisme des autorités de marché

On voit bien que le régime dérogatoire des emprunts internationaux est parfois délicat à mettre en œuvre. C'est là justement que le pragmatisme des autorités de marché (Cob et Euronext, Paris principalement dans ce domaine) peut s'avérer précieux.

Ce pragmatisme, certes «aiguilloné» par la compétition d'autres places européennes (en particulier Luxembourg), et le *lobbying* de la place (21), s'est traduit, entre autres, par la suppression en 1998 des dernières restrictions, notamment en matière de placements, applicables aux émissions internationales (22) et la baisse en 1999 des redevances Cob (23) dont le montant non plafonné avait entraîné certains jumbos-émetteurs français à ne se coter qu'à Luxembourg.

En outre, par une instruction en date du 6 octobre 1998, l'administration fiscale a admis de considérer que les émissions obligataires libellées en euros sont toujours réputées réalisées hors de France pour les besoins de l'application de l'exonération de retenue à la source prévue à l'article 131 quater du CGI, donc même si tout ou partie de ces émissions sont placées en France. Toutefois, cette position ne visant que les émissions obligataires

«Le régime dérogatoire des emprunts internationaux est parfois délicat à mettre en œuvre.»

stricto sensu, elle laisse ouverte la question des conditions liées à l'octroi de l'exonération des produits des *Euro Commercial Papers* pour lesquels il est donc prudent de saisir l'administration fiscale préalablement à leur émission (24).

Par ailleurs, l'évolution des calendriers obligataires de trois à deux, voire une se-

maine, autrefois l'apanage de certains quasi-souverains s'est généralisée avec l'arrivée de grosses agences américaines. La Cob, et dans une moindre mesure Euronext, Paris (25) ont suivi cette évolution dans une optique de développement de la place de Paris. Cette attitude est d'ailleurs allée de pair avec une exigence renouvelée en matière d'information financière ou de notation qui permet encore de différencier le pragmatisme parisien du «laisser-faire» luxembourgeois ou néerlandais.

Il apparaît ainsi que la notion d'emprunt à l'étranger étant maintenant clairement définie, le régime dérogatoire dont elle bénéficie doit être consolidé de manière à éviter les contradictions avec le droit commun et à permettre à Paris de lutter à armes égales avec les places luxembourgeoises et néerlandaises connues pour leur libéralisme dans le contexte de la fusion des trois bourses dans le cadre d'Euronext. L'insertion de la réforme du démarchage tant de fois reportée, et de dispositions visant à permettre l'usage de l'anglais dans les prospectus (par dérogation aux dispositions de la loi Toubon) dans la prochaine DDOEF devrait constituer une étape clé dans la réalisation de cet objectif. ●

(1) Bulletin de la *Banque de France* n° 78, juin 2000. Le marché des émissions obligataires internationales en 1999 : place et caractéristiques du compartiment de l'euro.

(2) Cour de cassation, 17 mai 1927 (DP 1928, I, 25, note Capitant, conclusions Matter).

(3) 1 500 000 francs, article L224-2 nouveau Code de commerce.

(4) Deux années d'existence et deux bilans régulièrement approuvés par les actionnaires, article L228-39 du nouveau Code de commerce.

(5) Article 1 du décret loi du 30 octobre 1935 relatif à la protection des obligataires.

(6) Article 2 du décret-loi susmentionné qui fait référence aux «sociétés ayant établi le bilan de leur premier exercice».

(7) Article L228-90 du nouveau Code de commerce.

(8) *Bulletin mensuel de la Cob*, février 1990, «Modification des contrats d'émissions obligataires réalisées par les émetteurs dispensés, en vertu de l'article 339 de la loi du 24 juillet 1966 de constituer une masse des obligataires».

(9) Adaptation de l'article L228-48 du nouveau Code de commerce.

(10) *BOI* 5 I-11-98 du 30 septembre 1998.

(11) Règlement Cob n° 98-01 du 22 janvier 1999 (art. 36) et Règlement Cob n° 98-08 du 22 janvier 1999 (art. 5).

(12) CE 20 décembre 2000 M. Geniteau req. n° 213415 à publier au Rec. qui annule des dispositions des règlements de la Cob n° 98-01 et 98-08 permettant l'usage de l'anglais dans les

prospectus pour violation des dispositions de la loi n° 94-955 du 4 août 1994 relative à l'emploi de la langue française dite «loi Toubon», et Communiqué de la Cob du 26 décembre 2000 prenant acte de cette décision.

(13) Tombant ainsi hors du champ d'application des schémas prévus par l'instruction Cob de mars 1992 prise en application du Règlement n° 92-02 relatif aux offres au public.

(14) L'article 3.2 du règlement n° 98-01 et l'instruction de mars 1992 susmentionnée exigent sans cela une traduction en français des états financiers par un commissaire aux comptes «inscrit» ainsi que la préparation par ce dernier d'un tableau de passage entre normes comptable étrangères et françaises.

(15) Respectivement Chapitre III des Règlements n° 98-01 et 98-08 susmentionnés.

(16) L'article 6 de la loi n° 72-6 du 5 janvier 1972 (telle que modifiée) relative au démarchage financier et à des opérations de placement et d'assurances exige qu'une note d'information en langue française soit soumise à la Cob préalablement à toute opération de démarchage sur le territoire français, et distribuée à tout prospect résidant en France. Le non-respect des dispositions de l'article 6 est passible de sanctions pénales.

(17) L'article 2 de la loi n° 94-665 du 4 août 1994 (telle que modifiée) relative à l'emploi de la langue française prévoit notamment que tout document d'offre tel qu'un prospectus d'introduction ou d'offre relatif à des instruments financiers soit rédigé en français sous peine de contraventions de 4^e classe.

(18) L'article 284 de la loi n° 66-537 du 4 juillet 1966 précise que «les obligations sont des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale».

(19) L'article 1300 du Code civil précise que «lorsque les qualités de créancier et de débiteur se réunissent dans la même personne, il se fait une confusion de droit qui éteint les deux créances».

(20) La Cob définit dans son bulletin mensuel de février 1999 la commercialisation passive comme une commercialisation «sans publicité ni démarchage, c'est-à-dire sur demande de l'investisseur».

(21) *Rapport du groupe de travail Paris Europlace* «Assurer l'avenir de la place financière de Paris dans la perspective de la monnaie unique : les attentes des émetteurs», février 1998.

(22) Abrogation des règles du marché de l'eurofranc par la lettre en date du 1^{er} octobre 1998 du ministre de l'économie, des finances et de l'industrie au président de l'AFCEI.

(23) Décret 99-233 du 24 mars 1999 modifiant le décret n° 68-23 du 23 janvier 1968 portant organisation administrative et financière de la Cob. (24) Cf. Alexandre Lagarrigue, Emission sur les marchés étrangers : les entreprises attendent des clarifications, *Option finance* n° 562 du 13 septembre 1999.

(25) La procédure de cette dernière se cristallisant autour de la réunion du conseil d'administration du mercredi quelles que soient les contraintes légitimes ou non du calendrier.