

CHRONIQUE

DROIT FINANCIER ET BOURSIER



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur de droit
Université Paris I



JÉRÔME CHACORNAC
Maître
de conférences
Université Paris 2



ANNE-CLAIRE ROUAUD
Professeur
Université de Reims



FRIDA MEKOU
Juriste financier à la DAJ
de la Société Générale,
chargée d'enseignement à
l'Université Paris XI

■ RÉGLEMENTATION

Consultation relative au projet d'ordonnance et de décret sur la réforme du droit des émissions obligataires – Les aménagements du dispositif lié au rachat d'obligations sans annulation.

Commentaire de Frida Mékoui

Parmi la longue liste des ordonnances prévues par loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (dite « loi Sapin 2 »), figure celle relative à la réforme du droit des émissions obligataires. L'objectif affiché est de favoriser le développement des émissions obligataires et, partant, de faciliter le financement des entreprises par les marchés financiers.

Il est vrai, la matière nécessitait, à tout le moins, un toilettage, permettant l'adaptation du régime aux pratiques de marché actuelles – les dernières réformes d'ensemble étant quelque peu anciennes (décret-loi de 1935, réforme de 1966-1967). Il s'agissait également d'assouplir certains aspects du régime de façon à maintenir son attractivité.

L'entreprise n'est pas chose simple, tant les conséquences peuvent être importantes sur cet « instrument » de financement tant apprécié. C'est donc en toute sagesse que le projet d'ordonnance établi par le gouvernement a été soumis à consultation publique¹.

Il s'agit entre autres d'élargir le champ des personnes pouvant se voir déléguer par le Conseil d'administration ou le directoire le pouvoir de :

- réaliser l'émission obligataire (en pratique, il s'agira généralement du directeur financier ou du trésorier) ;
- clarifier les modes de désignation et les pouvoirs du représentant de la masse (on notera entre autres la nouvelle faculté de délégation de ses pouvoirs) ;
- assouplir les règles de convocation de l'assemblée des obligataires qui peuvent dorénavant être prévues contractuellement ;
- plus notable encore, permettre de déroger à la constitution d'une masse des obligataires lorsque le montant qui doit être souscrit par chaque investisseur dépasse un certain seuil.

L'objectif n'est pas ici d'en faire un inventaire à la Prévert. Néanmoins, une disposition appelle l'attention. Il s'agit de celle relative au rachat d'obligation sans annulation. Pour mémoire, l'article L. 228-74 du Code de commerce, introduit en 1966, impose à l'émetteur qui rachète ses propres obligations de les annuler. En effet, à l'image du rachat d'actions, cette disposition répond à la crainte du législateur liée au risque de comportement abusif de l'émetteur (fausse information, manipulation de marché, etc.).

Cette obligation d'annulation, ne s'appliquait pas, pour autant, aux autres titres de créance tels que les warrants ou encore les titres de créances négociables pour lesquels cette pratique était d'usage en ce qu'elle permettait à l'émetteur d'apporter la liquidité nécessaire – en donnant aux investisseurs des occasions d'achat et de vente du titre à des conditions raisonnables de marché. En effet, d'une part aucune disposition spécifique similaire n'existait pour les titres de créance autre que les obligations, et

1. Consultation publique sur des projets d'ordonnance et de décret visant à favoriser le développement des émissions obligataires régies par le droit français.

d'autre part, il ressortait de l'étude de la doctrine² qu'une telle obligation d'annulation ne pouvait découler du principe de confusion – c'est-à-dire de la réunion des qualités de créancier et de débiteur. S'agissant de la confusion, les arguments tenaient à ce que celle-ci n'entraînait pas la disparition de la créance, mais uniquement la paralysie des prérogatives qui lui étaient attachées, voire qu'en tout état de cause, le titre faisait échec à l'application de la confusion et à l'extinction du droit qu'il incorpore.

Les mêmes causes produisant les mêmes effets, le rachat sans annulation n'est pas non plus dénué d'intérêt pour le marché obligataire. Aussi, en 2010, la règle est finalement quelque peu assouplie – le législateur prenant la mesure des avantages de cette pratique pour le marché obligataire en ce qu'il permet à l'émetteur d'assurer la liquidité de ses titres tant importante à l'économie de marché. L'actuel article L. 213-1 A du Code monétaire et financier, introduit par la loi de régulation bancaire et financière, pose dorénavant les conditions de cette auto détention. Tout d'abord, le rachat doit avoir pour objectif d'assurer la liquidité du marché concerné. Ensuite les suspicions sur cette pratique ne s'étant pas envolées avec la découverte de son intérêt, le rachat sans annulation ne peut porter que sur des titres ne donnant pas accès au capital admis à la négociation sur un marché se voyant appliquer abus de marché (en l'occurrence les marchés réglementés et les systèmes multilatéraux de négociation organisés) et celui-ci ne pourra en tout état de cause pas porter sur plus de 15 % d'une même émission. Enfin, une fois rachetés, l'émetteur doit encore s'assurer que les titres ne seront pas conservés plus d'un an et qu'une information au public sera réalisée lorsqu'il détient plus de 10 % d'une émission.

Les conditions précitées ne laissent pas sans questions. Entre autres, comment définir l'objectif de liquidité visé par le texte ? Qu'en est-il des titres uniquement cotés sur des marchés équivalents aux marchés réglementés d'un pays tiers ?

Outre ces questions, la disposition a eu une conséquence significative et inattendue pour un texte qui se voulait plus souple : elle a indirectement étendu l'obligation d'annulation à tous les titres de créance et non uniquement aux obligations. En effet, le texte, d'une part, indique expressément que la faculté de rachat sans annulation déroge au principe de confusion et, d'autre part, vise tous les titres de créance dans le cadre de cette dérogation. En d'autres termes, cela signifierait que le principe de confusion s'applique bien aux titres et que la conséquence de cette confusion est bien l'extinction de la créance. Ainsi, warrants, certificats et obligations sont logés à la même enseigne.

Cet élargissement n'a pas été depuis revu par le législateur et la réforme du droit des émissions obligataires n'a pas pu être l'occasion de se reposer la question du champ d'application matériel du dispositif dans la mesure où la loi d'habilitation ne porte que sur les émissions

obligataires à l'exclusion des autres titres de créance. En revanche, quelques assouplissements sont proposés à l'article 17 du projet d'ordonnance s'agissant du rachat d'obligations uniquement.

Ces assouplissements limités concernent uniquement les émetteurs établissements de crédit et entreprises d'investissement.

En premier lieu, il s'agit d'étendre le cadre dans lequel pour se faire ce rachat sans annulation qui pouvait jusqu'ici intervenir uniquement dans un objectif de liquidité. Ainsi, l'émetteur ayant le statut d'établissement de crédit ou d'entreprise d'investissement, pourrait racheter ses obligations sans annulation dans le cadre de la fourniture d'un service d'investissement d'exécution d'ordres pour compte de tiers, de négociation pour comptes propres ou de placement. En effet, ces situations de détention peuvent se justifier sans qu'il soit aisé d'établir l'objectif de liquidité de la détention. Ce serait par exemple le cas si le prestataire de services d'investissement dans le cadre normal de ces activités venait à détenir ses obligations propres au titre d'opérations de pension ou de contrat de garantie financière avec transfert en pleine propriété ou encore dans le cadre d'opération de placement de leur propre titre. En effet, alors que les prestataires de services d'investissement peuvent être amenés à fournir un service de placement à des émetteurs tiers, il n'est pas possible pour eux de réaliser le placement de leurs propres titres puisqu'ils seraient ici amenés à les détenir.

De même, ces émetteurs pourront acheter dans le cadre ces services d'investissement des obligations qu'elles soient admises ou non à la négociation sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation. On notera au demeurant, que le nouveau règlement européen relatif aux abus de marché étend considérablement l'application du dispositif. Sont notamment appréhendés tous les instruments admis à la négociation sur des marchés réglementés, des systèmes multilatéraux de négociation, ainsi que des systèmes de négociation multilatéraux³.

Enfin, le plafond de détention des 15 % par émission ne s'appliquerait aux obligations acquises que dans le cadre d'opération de placement des émetteurs prestataires de service d'investissement. On peut comprendre que, dans ce cadre, ce plafond n'est pas cohérent : c'est potentiellement toute l'émission qui transiterait ne serait-ce qu'un instant de raison dans le patrimoine de l'émetteur. En contrepartie, les obligations ne devraient être pas auto-détenues plus de 60 jours.

Tous ces allègements se justifient et sont donc les bienvenus. Néanmoins, ces propositions d'aménagements ne permettent pas de répondre à toutes les problématiques soulevées par ce dispositif. On évoquait tout à l'heure la question des autres titres de créance, tels que les warrants, qui se retrouvent aujourd'hui appréhendés par les limites strictes de rachat sans qu'il n'y ait eu véritablement d'analyse des conséquences et surtout, d'intention marquée par le législateur de leur appliquer une telle obligation. Ces nouvelles dispositions gardent

2. H., L. et J. Mazeaud, *Leçons de Droit civil*, 9^e éd., Montchrestien, 1998, t. II, 1^{er} vol. par F. Chabas, n° 1136 s., p. 1181. F. Terré, Ph. Simler et Y. Lequette, *Droit civil*, « Les obligations ».

3. Il s'agit des « *organized trading facilities* » consacrées par MIF2.

aussi intactes d'autres questions importantes comme le traitement des opérations de cessions temporaires qui peuvent amener le prestataire de services d'investissement à détenir ses propres titres. Était-ce vraiment l'intention du législateur de soumettre ces opérations

qui constituent le quotidien de ces prestataires au régime restrictif et à un plafond de détention spécifique ? La lettre du texte laisse pourtant peu de doute dès lors que toute acquisition et conservation sont visées sans distinction du cadre de cette acquisition. ■

Décret du 28 octobre 2016 relatif aux titres et aux prêts proposés dans le cadre du financement participatif

Commentaire de Frida Mékoui

Signalons ce décret publié le 30 octobre 2016, qui comporte diverses mesures d'ajustement du cadre juridique applicable au financement participatif.

Tout d'abord, ce texte porte le plafond des prêts avec intérêts, consentis par les prêteurs sur les plateformes des intermédiaires en financement participatif,

à 2 000 euros par projet. Le plafond des prêts sans intérêts est quant à lui porté à 5 000 euros. Par ailleurs, le décret fixe le plafond des offres admises sur les plateformes des conseillers en investissements participatifs à 2,5 millions d'euros et permet à ces professionnels de proposer des actions de préférence et des obligations convertibles ainsi que, sous certaines conditions, des titres participatifs. Enfin, le texte porte application de l'ordonnance du 28 avril 2016 relative aux bons de caisse : il précise notamment le plafond d'émission de minibons et les caractéristiques des prêts sous-jacents à ces instruments. ■

Les apports de la loi n° 2016-1691 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique en droit financier sont extrêmement nombreux et variés.

Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique : JORF n° 0287 du 10 décembre 2016.

Commentaire de Jérôme Chacornac

C'est peu dire que la loi du 9 décembre 2016, dite « Sapin 2 », était attendue par les spécialistes du droit pénal comme du droit des affaires¹ et, tout spécialement, du droit financier. Si elle a été amputée de l'un de ses aspects fondamentaux par la loi du 21 juin 2016 relative au système de répression des abus de marché pour assurer le respect du calendrier imposé par l'entrée en vigueur des nouveaux textes européens en matière d'abus de marché², la nouvelle loi relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique n'en comportent pas moins de très nombreuses dispositions nouvelles qui intéressent tant le droit répressif financier (I.) que, plus généralement, les comportements des acteurs du droit financier (II.)³.

I. L'enrichissement du cadre répressif

1. La principale innovation sur le terrain répressif s'inscrit dans une perspective préventive et consiste en l'introduction dans la loi d'un statut général des lanceurs d'alerte⁴. Inscrit au sein de 1er titre de la Loi, intitulé « De la lutte contre les manquements à la probité », le chapitre II relatif à la « protection des lanceurs d'alerte » articule, sans le dire, des règles générales et des règles spéciales propres aux secteurs bancaire et financier⁵.

Les règles générales reposent une définition et l'exposé d'une procédure de signalement. La définition générale du lanceur d'alerte est donnée à l'article 6 qui dispose qu'il s'agit d'une « personne physique qui révèle ou signale, de manière désintéressée et de bonne foi, un crime ou un délit, une violation grave et manifeste d'un engagement international régulièrement ratifié ou approuvé par la France, d'un acte unilatéral d'une organisation internationale pris sur le fondement d'un tel engagement, de la loi ou du règlement, ou une menace ou un préjudice graves [le pluriel est dans le texte !] pour l'intérêt général, dont elle a eu personnellement connaissance », l'alinéa 2 excluant du périmètre de l'alerte « les faits, informations ou documents, quels que soient leur forme ou leur support, couverts par le secret de la défense nationale, le secret médical ou le secret des relations entre un avocat et son client ». Or ces derniers cas, l'article 122-9 du Code pénal comporte désormais un nouveau fait justificatif au titre des atteintes à un secret protégé par la loi dans le cadre de la procédure d'alerte, ainsi qu'en dispose l'article 7 de la loi nouvelle. La définition ainsi retenue qui vise indistinctement toute personne physique a été jugée constitutionnelle en elle-même tout comme l'a été son articulation avec la

1. On pense tout spécialement aux dispositions relatives à la protection et aux droits des consommateurs en matière financière qui intéressent les spécialistes des instruments et services de paiement, qui figurent au titre V de la loi nouvelle et comportent, outre les modifications techniques, l'annonce de multiples ordonnances spéc. les articles 67 et 70. Cette loi, selon la « non-méthode » caractéristique des lois économiques récentes, comporte bien entendu des dispositions susceptibles d'intéresser au-delà du seul domaine financier. Ainsi en est-il des énièmes modifications apportées au désormais informe titre du Code de commerce consacré à la transparence tarifaire et aux pratiques restrictives de concurrence (titre IV du Livre IV), objet de nombreuses modifications par le chapitre I^{er} du Titre VI de la Loi.

2. Sur le parcours législatif de cette, nos observations, « Proposition de loi réformant le système des abus de marché », RDBF mai-juin 2016, comm. 145.

3. Dont certaines sont traitées dans cette chronique par Jean-Jacques Daigre et Frida Mékoui et ne seront donc pas évoquées. V. leurs contributions dans ce numéro.

4. De manière générale, et tout spécialement sur l'origine européenne et nationale des réflexions relatives à l'introduction d'un tel statut, et la prise en compte du respect de la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme, la présentation de P. Pailler, « Le nouveau statut des lanceurs d'alerte », RDBF n° 41, janv.-févr. 2017, p. 73.

5. Idem.