

Obligations complexes : les nouveaux mécanismes d'accès au capital de l'émetteur ou des sociétés du groupe



Arnaud Desclèves
Responsable juridique
des activités de banque d'affaire
BNP



Julien Mougel
Juriste banque d'affaires
BNP

Les nouveaux produits obligataires n'ont de complexe que l'apparence. En réalité, ils utilisent d'une manière nouvelle les possibilités offertes par les textes et combinent les modalités ordinaires d'accès au capital (échange, conversion, remboursement...). Surtout, il réconcilie attractivité pour les investisseurs et modulabilité pour les émetteurs, grâce à une réglementation libérale.

La complexité des produits obligataires s'est fortement accrue ces dernières années, trouvant son expression la plus aboutie dans l'obligation Vivendi Environnement, émise le 26 avril 1999. Il ne fait du reste aucun doute que la pratique développera rapidement des produits encore plus sophistiqués et surtout plus personnalisés. C'est en effet dans ce dernier concept de personnalisation du produit que cette évolution trouve son explication : de produits standardisés et juridiquement codifiés, le marché est passé à des instruments uniques, ne devant servir, si l'on pousse le raisonnement à l'extrême, que lors d'une seule et unique émission, pour remplir exactement les différents objectifs que se fixe l'émetteur.

Cette évolution, si elle ne facilite pas l'analyse des souscripteurs en termes d'opportunité et de rendement, offre aux sociétés une flexibilité nouvelle dans leurs modes de financement, laquelle n'aurait jamais pu être atteinte sans une relative libéralisation de la part des autorités de tutelle, et notamment de la Cob. Le revers de cette libéralisation est, du point de vue de l'émetteur, la complexité des modalités juridiques et fiscales des émissions, pouvant conduire à des traitements différenciés, voire inégalitaires, entre les différents souscripteurs.

Il faut enfin remarquer que l'évolution des produits émis se traduit par une utilisation différente des mécanismes d'accès au capital de l'émetteur ou d'une autre société du même groupe. En effet, abandonnant les produits compliqués tels que les Orabsar ou les Ocabsa, où les différentes « transformations de l'obligation » se succèdent dans le temps et sont

dépendantes les unes des autres, les émetteurs recherchent désormais des produits où les différents mécanismes d'accès au capital (échange, conversion, bon de souscription, remboursement en actions) sont davantage considérés comme des choix à opérer par le porteur (ou parfois l'émetteur) à une seule et même date. En d'autres termes, à la combinaison d'hier de ces mécanismes dans le temps, a succédé aujourd'hui une combinaison de ceux-ci dans l'espace. Cette évolution est très significative, participant d'une souplesse intéressante pour les investisseurs. Cette étude sera ainsi construite autour de cette évolution : après avoir rappelé quelques notions sur les différents mécanismes obligataires d'accès au capital (I), nous présenterons les produits obligataires les plus innovants en matière d'accès au capital de l'émetteur et/ou des sociétés du groupe de l'émetteur (II).

I Obligations ordinaires et régime juridique des mécanismes fondamentaux d'accès au capital

En plus des obligations pures et simples, que nous appellerons ordinaires, la loi du 24 juillet 1966 précise les régimes des obligations avec bons de souscription d'actions, des obligations convertibles et des obligations échangeables en actions de l'émetteur. Ces obligations, ou plutôt le mode juridique d'accès au capital qu'elles offrent, constituent, avec

le remboursement en actions, les mécanismes élémentaires autour desquels sont construits les produits obligataires actuels. Nous en présenterons donc dans un premier temps le régime juridique.

1. Les obligations ordinaires : droit commun des obligations

Le régime juridique des obligations ordinaires, qui sont des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale, est donné aux articles 284 et suivants de la loi du 24 juillet 1966.

Ce régime constitue ce que l'on pourrait appeler «le droit commun de l'obligation» et va gouverner pour partie l'ensemble des émissions obligataires, même complexes. Aussi y est-il par exemple fait expressément référence dans les principes généraux de la Cob ⁽¹⁾ dans la définition des titres de créance, qui subordonnent la qualification de «titre de créance complexe» au respect des articles 284, 285, 289, 290, 322 et 323 de la loi du 24 juillet 1966.

On peut dès lors s'interroger sur le fait de savoir si ce corps d'articles 284 et suivants est «d'ordre public». On serait dans un premier temps enclin à répondre par la négative, en se fondant sur la rédaction des textes de loi. En effet, il apparaît que le législateur a fait expressément référence à certains des articles 284 à 339 lorsque ceux-ci s'appliquent ⁽²⁾. Ceci pourrait laisser penser que l'application de ces différents articles n'est pas automatique et qu'ils ne sont donc pas d'ordre public. Ce serait pourtant absurde, dans la mesure où des textes fondamentaux comme les conditions d'ancienneté ou de libération intégrale du capital (art. 285 al.1 et 3 de la loi du 24 juillet 1966) ou encore la création de la masse des obligataires (art. 293) s'appliquent sans aucun doute à l'émission de toutes obligations (sauf exception légale).

Le cas des ORA a été à cet égard révélateur. Les ORA, dont le régime sera abordé infra, sont des valeurs mobilières composées et à ce titre, sont soumises aux articles 339-1 et suivants de la loi du 24 juillet 1966. A défaut de renvoi exprès, l'incertitude concernant la nature juridique des ORA a perduré jusqu'à l'arrêt «Météorologie international» ⁽³⁾, dans lequel la Cour de cassation précise que les ORA sont, avant leur remboursement, soumises aux dispositions des articles 284 et suivants. Cet arrêt, tout en levant l'incertitude du régime juridique des ORA, consacre l'applicabilité des articles 284 et suivants à tous les produits, qui, même temporairement seulement, sont assimilables à des obligations. Dès lors, il conclut à la validité de la constitution d'une masse des obligataires.

Il faut ainsi renoncer à chercher une logique dans les différents renvois effectués par le législateur et à leur signification quant à la force des articles 284 et suivants. On peut estimer que ce corps d'articles est d'ordre public et s'applique intégralement à toutes les émissions d'obligations, même composées ou complexes, sauf, bien évidemment, spécification légale contraire ⁽⁴⁾. Nous ne pouvons à cet égard qu'approuver la rédaction à portée générale de l'article 286 qui déclare compétente pour décider ou autoriser l'émission d'obligations l'assemblée générale des actionnaires, et non l'assemblée générale ordinaire. En effet, la rédaction retenue rend générale l'application de cet article, et renvoie, pour le choix entre l'assemblée ordinaire ou extraordinaire, à l'article 153 qui prévoit que l'assemblée générale extraordi-

naire sera compétente en cas de modification des statuts. En ce qui concerne l'émission d'obligations ordinaires, c'est l'article 157 al. 5 qui déclare l'AGO compétente.

Si, comme nous le pensons, les articles 284 à 339 de la loi du 24 juillet 1966 définissent le cadre de l'émission obligatoire, cela implique de la part de l'émetteur le respect strict du régime qui y est présenté (notamment l'obligation d'avoir deux années d'existence, deux bilans régulièrement approuvés, d'avoir son capital intégralement libéré, décision d'émission prise par l'assemblée générale avec possibilité de délégation au conseil d'administration et de subdélégation au président, interdiction pour un émetteur de gager ses propres obligations, publicité en cas d'appel public à l'épargne, formation de la masse, etc.).

Ce bloc de dispositions trouve donc à s'appliquer à l'ensemble des émissions obligataires. Aussi, pourvu qu'il reste dans ce cadre d'ordre public, l'émetteur est-il libre d'émettre une obligation aux modalités les plus diverses.

2. Les obligations avec bons de souscription d'actions (OBSA)

Les OBSA sont des obligations ordinaires auxquelles sont attachés des bons de souscription des actions de l'émetteur ou de sa société mère, c'est-à-dire de la société qui détient, directement ou indirectement, plus de la moitié de son capital social. Les bons sont détachables des obligations et négociables indépendamment d'elles. L'OBSA est un mécanisme original d'accès au capital, puisqu'il est le seul qui ne provoque pas la disparition du titre de créance.

L'émission d'OBSA conduisant à créer un «actionnariat potentiel» de la société concernée, son régime va être adapté en conséquence, et notamment sur les points suivants :

- l'émission est décidée par l'assemblée générale extraordinaire de l'émetteur, sauf si les actions sous-jacentes sont celles de la société mère, auquel cas c'est l'assemblée extraordinaire de cette dernière qui sera compétente (art. 194-1 al. 2) ;
- le droit préférentiel de souscription aux OBSA appartient aux actionnaires de la société appelée à émettre les actions (art. 194-2) ;
- les variations du capital de la société appelée à émettre les actions sont réalisées en y associant (par ajustements) les porteurs d'OBSA comme s'ils étaient véritablement actionnaires (art. 194-4, 194-5) ;
- les titulaires des bons de souscription disposent d'un droit de communication étendu par rapport aux obligataires purs, se rapprochant fort logiquement de celui des actionnaires (art. 194-9) ;
- la procédure d'augmentation de capital résultant de la souscription des bons est simplifiée à l'extrême (art. 194-6).

L'assemblée générale extraordinaire se prononce sur les modalités de calcul du (ou des) prix d'exercice du bon de souscription, lequel ne peut être inférieur au nominal des actions (art. 194-1 al. 3). En confiant à l'assemblée la prérogative de fixer les modalités du prix (et donc en excluant la possibilité de la délégation sur cet aspect fondamental de l'émission), le législateur a assuré la protection des actionnaires de l'émetteur des actions.

Certains auteurs ⁽⁵⁾ estiment cependant que dans le cas d'une émission par appel public à l'épargne avec suppression du droit préférentiel de souscription, l'article 186-1 va s'appliquer, de sorte que le prix de souscription des actions devra être au moins égal à la moyenne des cours constatés pendant

dix jours de bourse consécutifs choisis parmi les vingt derniers jours de bourse précédant le début de l'émission. L'émission concernée serait celle des OBSA, selon MM. Mercadal et Janin.

Toutefois, on le sait, cet article est destiné à protéger les actionnaires d'une société procédant à une augmentation de capital, et notamment dans le cadre d'une délégation globale qui aurait été consentie par l'assemblée conformément à l'article 180-III al. 3. Dans cette hypothèse en effet, une protection doit être instaurée par la loi, pour éviter que les administrateurs ne soient tentés d'offrir les actions à créer à un prix trop faible, diluant fortement les actionnaires actuels. Or, dans le cas des OBSA, cette protection est déjà assurée, comme nous l'avons vu ci-dessus, par la compétence exclusive de l'AGE pour fixer les modalités de calcul du prix de souscription.

D'autre part, le seuil fixé à l'article 186-1 («règle des 10 dans les 20») est adapté à une émission immédiate, en ce sens que l'émission à réaliser se fera au minimum à un cours qui correspond à une moyenne de cours très peu éloignés dans le temps (20 jours maximum). Cette référence est donc significative. Il en va tout autrement si la période de 20 jours précédant l'émission, qui selon MM. Mercadal et Janin est celle des OBSA, se situe par exemple deux ans avant la période de souscription des actions : ce cours de référence n'est pas significatif et, si la situation de la société s'est détériorée et que le cours a chuté, les obligataires ne pourront jamais exercer utilement leur droit de souscription. Il est vrai que ce risque existe également lorsque le prix de souscription est librement fixé par les actionnaires de l'émetteur. Cependant, ceux-ci peuvent anticiper l'évolution du cours de leur société et ainsi fixer un prix pertinent pour la période à laquelle les bons pourront être exercés.

Enfin, une controverse doctrinale existe sur la question de savoir si une société mère peut émettre des OBSA dont les actions à souscrire seraient celles de l'une de ses filiales, détenues par la mère. Certains auteurs, en l'absence de mention expresse de la loi, concluent à l'impossibilité d'une telle émission (6) ; d'autres (7) au contraire considèrent que cela est possible (8), même en l'absence de texte.

On doit en réalité admettre qu'une telle émission est valable, mais qu'elle ne s'inscrit pas dans le cadre des articles 194-1 et suivants. Il est en effet plus réaliste (9), puisque son régime n'est expressément prévu par aucun texte, d'assimiler un tel produit à une obligation complexe, de la même manière que les obligations convertibles en actions d'une filiale (cf. infra).

3. Les obligations convertibles en actions (OC)

Les OC, expressément soumises au régime des articles 284 à 339, sont des obligations pouvant être converties en actions de l'émetteur seulement dans les conditions et sur les bases de conversion fixées dans le contrat d'émission (art. 195 al. 3). Le mécanisme d'accès au capital de la conversion repose sur une logique de transformation pure et simple de l'obligation en action nouvelle, ou encore d'incorporation comptable de la dette au capital.

L'accès potentiel au capital de l'émetteur rend naturellement l'assemblée générale extraordinaire compétente pour décider de l'émission des OC. De la même façon, les actionnaires de l'émetteur bénéficient d'un droit préférentiel de souscription dans des conditions identiques à celles d'une augmentation de capital «traditionnelle».

Comme pour les OBSA, l'actionnariat potentiel que représentent les porteurs d'OC est protégé par un régime adapté lors de toutes les opérations touchant au capital de l'émetteur.

La conversion peut s'effectuer pendant une ou plusieurs périodes données, ou à tout moment. Dans ce dernier cas, le point de départ du délai à partir duquel la conversion peut être demandée ne peut être postérieur ni à la date de la première échéance de remboursement, ni au cinquième anniversaire du début de l'émission. Ce délai de conversion expire trois mois après la date à laquelle l'obligation est appelée à remboursement (art. 196-1 al. 1).

Si en principe la conversion ne peut s'effectuer qu'à la seule initiative du porteur, l'émetteur peut, dans le contrat d'émission, prévoir que certaines circonstances entraîneront la suspension, l'ajournement, voire l'anticipation de la conversion (*trigger clause*).

Le prix d'émission est rarement fixé par l'assemblée générale, et plus souvent laissé à l'initiative du conseil d'administration, dans le cadre de la délégation. Il est alors d'usage que l'assemblée fixe une fourchette de prix, souvent par rapport au cours de bourse si le titre est coté, sachant que le *floor* de cette fourchette ne peut être inférieur au nominal des actions (art. 195 al. 4). Ce prix d'émission doit naturellement être fonction du nombre d'actions auxquelles la conversion d'une obligation donne droit, de sorte que le respect des droits des actionnaires soit assuré non seulement à la souscription des obligations, mais également lors de leur conversion. Comme pour les OBSA, se pose la question de l'applicabilité de l'article 186-1 lorsque l'émission se fait par appel public à l'épargne avec suppression du droit préférentiel de souscription et octroi d'actions conférant les mêmes avantages que les actions anciennes. Si les mêmes auteurs que précédemment prennent à nouveau position en faveur de l'applicabilité (10), il est possible d'émettre la même réserve relative à la pertinence du seuil imposé par cet article par rapport à une opération ne s'opérant que des mois plus tard.

4. Les obligations échangeables contre des actions (OE)

Dernier mécanisme d'accès au capital véritablement organisé par la loi, l'échange semble, compte tenu du goût actuel du marché actions pour les produits non dilutifs, le plus prometteur pour les émissions à venir.

Alors que dans le cas des OC, les titres remis par conversion aux porteurs sont créés lors d'augmentations de capital successives au fur et à mesure des conversions, les OE sont des obligations qui permettent, sur la seule initiative du porteur, de remettre à celui-ci des actions existantes (art. 201) : soit qu'elles préexistaient à l'émission et qu'elles ont été conservées par un ou plusieurs tiers ; soit qu'elles ont été créées lors d'une augmentation de capital concomitante à l'émission et souscrites par un ou plusieurs établissements de crédit ou personnes cautionnées par un établissement de crédit.

Cette seconde hypothèse est peu commode à organiser, car il peut être très onéreux de rémunérer un établissement de crédit assumant (ou couvrant) le risque de devoir conserver les actions dont l'échange n'aura pas été demandé. Il est moins onéreux, plus rapide et surtout plus conforme au souci des émetteurs de ne pas diluer leurs actionnaires à chaque financement, de se placer dans le cadre de la première hypothèse, le tiers détenteur n'étant autre que la société mère de l'émetteur.

Indexation des obligations

L'indexation est une modalité du contrat obligataire qui produit des effets pécuniaires relativement similaires à ceux des mécanismes d'accès au capital, sans toutefois produire la moindre dilution. Elle peut porter tant sur le principal que sur les intérêts d'une obligation donnée. Il s'agit de revaloriser la créance du porteur en la faisant évoluer de la même manière qu'un indice de référence qui, en adaptant les termes de l'article 79 de la loi du 30 décembre 1958, doit être en relation directe avec l'objet du contrat obligataire ou l'activité de la société émettrice.

Deux indices en particulier méritent un développement spécifique.

En premier lieu, depuis la loi DDOEF du 2 juillet 1998, il est possible d'émettre des obligations indexées sur le niveau général des prix (art. 19), de sorte que le porteur ne risque pas de voir sa créance s'amoindrir en cas d'inflation.

En second lieu, les obligations peuvent être indexées sur le cours de l'émetteur, avec bien sûr un *floor* égal au pair de l'obligation, et, le plus souvent en pratique, un *cap* égal par exemple à 200 % du nominal. L'intérêt d'une telle formule est évident : les porteurs sont associés à la progression du cours de l'émetteur, sans pour autant diluer les actionnaires actuels. Les porteurs bénéficient donc des avantages patrimoniaux des actionnaires en ce qui concerne la plus-value réalisée sur les titres, mais pas en ce qui concerne les dividendes, naturellement.

Il est beaucoup discuté en doctrine de savoir si un tel indice est conforme aux dispositions de la loi du 30 décembre 1958, en d'autres termes, si le cours de l'émetteur est en relation directe avec l'activité de l'un des contractants. Nous inclinons à penser qu'un tel indice est totalement acceptable, dans la mesure où le rôle de l'indice consiste précisément à améliorer la situation du créancier en fonction de la capacité de remboursement de l'émetteur. Si des indices tels que le chiffre d'affaires ou encore la production sont acceptés, il doit en être de même en ce qui concerne le cours de l'émetteur (ou du moins une moyenne des derniers cours) qui reflète la santé financière de la société aux yeux du marché.

Pour ne pas entrer dans ce débat, les principales émissions ont été réalisées à l'étranger (1).

Une étape supplémentaire serait franchie en cas de constitution d'une obligation indexée sur le cours d'une société autre que l'émetteur. En l'état actuel de la législation française (rapport de l'indice avec l'activité de l'émetteur), une telle émission n'est pas concevable sur le marché français, sauf à démontrer la connexité des activités des deux sociétés. En revanche, une telle émission est tout à fait concevable sur un marché international plus libéral. Pour des raisons de logique économique cependant, la société sous-jacente (dont le cours sert d'indice) devra avoir un lien industriel ou capitalistique fort avec l'émetteur ; sans cela, on ne voit pas sur quel fondement ce dernier choisirait d'indexer ses obligations sur une société tierce, simplement spéculant sur l'évolution de son cours.

(1) Voir cependant l'émission en 1992 par Elf-Aquitaine d'obligations à coupon zéro et à prime de remboursement indexées sur les actions Elf-Aquitaine ou encore les obligations à coupon zéro de Pinault-Printemps-Redoute émises en janvier 1998 et cotées sur le Premier marché au comptant (voir SBF n° 98-369 28 janvier 1998).

À la différence des OBSA et des OC, les OE ne peuvent être émises que par les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé (art. 200).

Bien entendu, c'est l'assemblée générale extraordinaire qui est compétente pour décider de l'émission. Celle-ci doit impérativement approuver la convention conclue entre la société et les tiers qui s'obligent à assurer l'échange des obligations (art. 202).

L'échange a lieu au gré des obligataires, à tout moment, pendant une période expirant trois mois après la date de remboursement des obligations, ce qui n'empêche cependant pas de prévoir des clauses suspendant ou différant l'échange lors de circonstances particulières.

L'obligation de respecter les droits des porteurs d'OE est reportée sur les tiers devant assurer l'échange (« tiers échangistes ») :

- les actions devant assurer l'échange sont nominatives, inaliénables et insaisissables (art. 205 al. 1) ;
- les tiers échangistes doivent impérativement exercer tous les droits de souscription à titre irréductible et tous les droits d'attribution attachés aux actions, à charge pour les obligataires en cas d'échange de rembourser les tiers échangistes des sommes versées pour exercer ces droits (art. 204).

En marge de ce mécanisme « ordinaire », existent deux variantes utilisées en pratique :

- d'une part, les obligations échangeables en actions de la

société mère (11) de l'émetteur : cette obligation suit un régime juridique propre, qui n'est ni celui des OE « classiques », ni celui des valeurs mobilières composées de l'article 339-1 (en effet, ce dernier article ne vise que les valeurs mobilières donnant accès au capital de la société émettrice). Ce régime est énoncé à l'article 339-3 et doit naturellement être complété des dispositions des articles 284 et suivants ;

- d'autre part, les obligations échangeables en actions d'une filiale de l'émetteur : cette obligation n'est prévue par aucun texte, aussi est-elle régie par les dispositions relatives aux obligations complexes. Ce type d'obligation a été pour la première fois émis en France par Canal + le 12 février 1997, avec des obligations échangeables contre des actions de sa filiale Mediaset. Depuis, Pathé a procédé à une opération similaire sur sa filiale BSKyB, Suez Lyonnaise des Eaux sur AXA ou encore Accor sur Compass (sur le régime de ces émissions, cf. infra).

5. Les obligations remboursables en actions (ORA)

Une autre méthode d'accès au capital consiste en le remboursement des obligations en actions. Ce mécanisme diffère des précédents en ce que son régime juridique n'est pas spécifiquement décrit par la loi de 1966, mais s'inscrit dans le cadre général des dispositions de l'article 339-1 ou le

cas échéant 339-3 (le régime de ces articles est abordé infra) et, en tant qu'obligations, des articles 284 et suivants. C'est l'arrêt Métrologie international du 13 juin 1995 qui est venu en préciser le régime en ces termes : «*mais attendu qu'outre les dispositions particulières des articles 339-1 et suivants de la loi du 24 juillet 1966 par application desquelles elles sont créées, les ORA sont, avant leur remboursement, soumises aux dispositions des articles 284 et suivants*».

Les ORA sont des produits peu onéreux pour l'émetteur, permettant un financement sans dépense de trésorerie à terme (le prix étant la dilution du capital). En effet, le mécanisme des ORA est fondé sur le remboursement obligatoire de l'obligation en actions de l'émetteur (ou de sa société mère), et jamais en espèces (12).

L'émission des ORA est décidée par l'assemblée générale extraordinaire de la société devant émettre les titres (13), et ce sont les actionnaires de cette dernière qui bénéficient du droit préférentiel de souscription.

De même que dans le cas d'émission d'OBSA ou d'OC, l'existence des ORA va empêcher l'émetteur d'amortir ou de réduire son capital par voie de remboursement, ou encore de modifier la répartition des bénéfices.

Enfin, certaines opérations portant sur les fonds propres de l'émetteur (augmentation de capital, distribution de réserves...) ne doivent pas être réalisées au détriment des obligataires, aussi est-il obligatoire de réserver les droits des porteurs d'ORA lors de telles opérations. Cette obligation résulte de l'article 339-5 dernier alinéa, étendant la sanction pénale prévue à l'article 450-4° et 5° à toutes les valeurs mobilières composées.

II L'évolution de la combinaison des mécanismes d'accès au capital

L'observation de la pratique montre que ces différents mécanismes d'accès au capital constituent aujourd'hui les composantes quasi indispensables de tout produit obligataire. Ceci résulte notamment des bonnes performances du marché actions, qui rendent ces produits relativement spéculatifs.

Le succès de tels produits réside dans le choix du ou des mécanismes employés, et surtout dans leur combinaison, qui doit être suffisamment souple et adaptée au cas particulier de l'émetteur.

La combinaison peut reposer soit sur le régime juridique des valeurs mobilières composées (1), soit sur celui des obligations complexes (2).

1. Régime juridique des valeurs mobilières composées

Le régime juridique des valeurs mobilières composées est défini à l'article 339-1 de la loi du 24 juillet 1966, dont nous reproduisons le premier alinéa : «*Une société par actions peut émettre des valeurs mobilières donnant droit par conversion, échange, remboursement, présentation d'un bon ou de toute autre manière, à l'attribution à tout moment ou à date fixe de titres qui, à cet effet, sont ou seront émis en représentation d'une quotité du capital de la société émettrice*».

Une lecture rigoureuse de cet alinéa permet de délimiter le champ d'application du régime des valeurs mobilières composées :

- il s'agit tout d'abord des valeurs mobilières définies à l'article 1^{er} de la loi du 23 décembre 1988 (14) ;
- le nombre de combinaisons de valeurs mobilières différentes n'est pas limité : il est donc possible de concevoir des produits à rallonge combinant plusieurs mécanismes de souscription, conversion ou autres... comme le prouvent les Absoc, Ocabsa ou encore les Orabsar ;
- en définitive, au niveau juridique, toutes les combinaisons (sensées sur le plan financier) sont envisageables, pourvu d'une part, que le produit permette à un moment ou à un autre d'accéder au capital de l'émetteur, et d'autre part, qu'à aucun moment le produit ne permette la conversion ou la transformation d'une valeur mobilière représentative d'une quotité de capital en autres valeurs mobilières représentatives de créances (art. 339-1 al. 3) ;
- le produit doit permettre d'accéder au capital de la société émettrice de l'obligation, ce qui exclut du régime de l'article 339-1 les obligations permettant d'accéder au capital de sociétés tierces comme les filiales. Ce seront alors des obligations complexes.

En ce qui concerne l'accès au capital de la société mère (15) de l'émetteur, il est visé par l'article 339-3 qui prévoit une sorte d'extension de régime de l'article 339-1, mutatis mutandis quant au régime des autorisations et au droit préférentiel de souscription. Il n'est du reste pas impensable d'imaginer un produit émis par une société permettant alternativement, voire cumulativement, d'accéder au capital de cette société et à celui d'une de ses filiales (16). Une double autorisation des assemblées générales extraordinaires serait alors requise.

L'émission d'une valeur mobilière composée est autorisée par l'assemblée générale extraordinaire de la société étant appelée à émettre des titres représentatifs d'une quotité de son capital, au vu d'un rapport du conseil d'administration ou du directeur et d'un rapport spécial des commissaires aux comptes.

Lorsque l'émetteur n'est à aucun moment amené à augmenter son propre capital, on peut s'interroger sur l'assemblée générale compétente pour décider de l'émission du produit. La doctrine majoritaire (17) estime que l'assemblée générale extraordinaire est compétente, par application pure et simple de l'article 339-1. Cependant, l'article 339-3 ne renvoie à l'article 339-1 qu'en ce qui concerne le type de valeurs mobilières pouvant être émises (ce qui implique l'applicabilité de l'alinéa 3 de l'article 339-1 prévoyant l'interdiction de la conversion d'actions en obligations) et nullement le régime d'émission associé. Nous émettons donc quelques doutes quant à l'applicabilité de l'article 339-1 dans le cas de l'accès au capital de la société mère de l'émetteur, et estimons que l'article 339-3 constitue à lui seul un régime d'émission distinct, comme l'atteste son second alinéa affirmant la compétence de l'AGE pour autoriser l'émission.

Il semble ainsi plus logique d'estimer que l'assemblée ordinaire de la société émettrice est compétente pour décider de l'émission de l'obligation, l'émetteur n'étant à aucun moment susceptible d'augmenter son capital ou de modifier ses statuts du fait de l'exercice des obligations.

Par ailleurs, en ce qui concerne le champ d'application de cet article 339-1, il faut remarquer que seules les actions à émettre immédiatement ou à terme (18) sont envisagées, et nullement les actions déjà émises, soit qu'elles sont détenues par un tiers, soit qu'elles sont auto-détenues ou soit qu'elles seront rachetées par la suite par l'émetteur, en vertu de la loi DDOEF du 2 juillet 1998. Face à ce silence, deux hypothèses sont envisageables :

- de telles obligations reposant sur des titres déjà émis, sont considérées comme des valeurs mobilières composées, auquel cas l'assemblée générale extraordinaire sera compétente par application littérale du texte. Il faudra alors remarquer que la loi de 1966 s'avère désormais inadaptée, sur ce plan du moins, aux évolutions apportées par la loi du 2 juillet 1998 ;

- ou alors de telles obligations, ne correspondant pas à la lettre de l'article 339-1, ne sont pas des valeurs mobilières composées et doivent donc être classées parmi les obligations complexes, au régime plus souple.

Nous inclinons pour notre part vers la seconde hypothèse, qui est la plus proche de la logique d'émission et de compétence des assemblées prévue aux articles 153 à 155 : l'assemblée générale ordinaire prend toutes les décisions autres que celles visées aux articles 153 [modification des statuts] et 154 [changement de nationalité].

- ***L'exemple des obligations convertibles et/ou échangeable en actions nouvelles ou existantes (Océane)***

Le mécanisme des Océane, tel que pratiqué jusqu'alors, est assez simple. Il permet une combinaison intéressante, car optionnelle, entre les mécanismes d'échange et de conversion. Le souscripteur de l'Océane dispose de deux options en ce qui concerne son titre : soit il ne fait rien et se fait rembourser son titre à l'échéance prévue au contrat ; soit il décide, à un moment où cette possibilité lui est offerte aux termes du contrat d'émission, de faire valoir son droit à attribution d'actions de l'émetteur.

Dans cette seconde hypothèse, l'émetteur va décider si les actions devant être remises au porteur seront créées (mécanisme de la conversion) ou puisées dans un stock autodétenu, détenu par un tiers ou rachetées sur le marché par l'émetteur (mécanisme de l'échange), ou encore une combinaison des deux.

Il apparaît immédiatement que l'intérêt d'un tel produit est considérable pour l'émetteur : ce dernier est libre de choisir, et ce, en théorie à l'occasion de chaque demande d'attribution, la formule la plus avantageuse pour lui. L'arbitrage se fait essentiellement entre le coût en trésorerie et la dilution.

Selon la décision de l'émetteur, la situation patrimoniale du porteur sera différente.

D'une part, il n'aura fort logiquement droit aux dividendes de l'exercice précédent qu'en cas d'échange, et non en cas de conversion. En effet, dans le cas de l'échange, les actions remises préexistent à leur livraison et portent jouissance immédiate. Or l'on sait de jurisprudence constante que le droit aux dividendes appartient à la personne associée au moment de la mise en distribution (19). Dans le cas de la conversion en revanche, les actions sont émises à l'occasion de la demande d'attribution et portent jouissance au premier jour de l'exercice social au cours duquel elles sont créées, et ne sauraient, en principe, donner droit aux dividendes de l'exercice précédent.

D'autre part, le régime fiscal des porteurs va diverger en fonction de la décision de l'émetteur. En cas d'échange en actions existantes, la plus-value dégagée lors de l'opération d'échange sera classiquement imposée immédiatement, égale à la différence entre la valeur réelle des actions reçues et la valeur d'acquisition des Océane. Lors de la cession des actions, une nouvelle plus-value éventuelle sera imposée, à partir de la valeur des actions lors de l'échange. En cas de conversion en actions nouvelles, aucune imposition n'a lieu

lors de la conversion ; la plus-value totale sera imposée lors de la cession finale des actions, en prenant comme référence le prix d'acquisition des Océane.

Ces régimes distincts, avantageant tantôt les bénéficiaires d'actions converties tantôt ceux d'actions échangées, peuvent conduire à s'interroger sur l'égalité de traitement des porteurs d'Océane.

Ce n'est pas la compatibilité d'un tel produit avec la définition de l'article 284 de la loi du 24 juillet 1966 qui est en jeu, puisque les porteurs d'Océane reçoivent bien un même droit de créance pour une même valeur nominale. Il est ici question du principe fondamental en droit boursier d'égalité de traitement des détenteurs d'une même valeur mobilière. Une solution possible est de considérer que l'égalité entre les porteurs d'Océane est respectée dans la mesure où le produit est intrinsèquement le même pour tous, c'est-à-dire qu'au moment de la souscription, chaque Océane présente les mêmes caractéristiques et les mêmes «évolutions potentielles» pour tous. Que l'émetteur ait le choix du mode d'attribution ne change rien à cette circonstance, ce n'en est qu'une modalité, la même pour tous, et librement acceptée par l'ensemble des porteurs lors de la souscription.

Par ailleurs, le fait que la Cob accepte d'apposer son visa lors de l'émission de produits pouvant conduire in fine à des situations patrimoniales différentes pour les porteurs, a fortiori sur l'initiative de l'émetteur, témoigne d'une évolution certaine dans sa manière de considérer les produits nouveaux. Cette libéralisation, expression d'une attitude pragmatique, résulte sans doute d'une volonté d'adapter la réglementation française à celles observées à l'étranger, globalement plus libérales (par exemple au Royaume-Uni et au Luxembourg). Il est vrai que les cotations répétées à l'étranger de produits émis par les sociétés françaises du CAC 40 imposent une telle évolution, d'autant plus louable d'ailleurs qu'elle s'inscrit dans le respect des principes civilistes de l'autonomie de la volonté et de la bonne foi dans l'exécution du contrat.

Enfin, il faut noter que ce libéralisme trouve sa contrepartie dans l'exigence formulée par la Cob d'une information complète du marché de la part de l'émetteur. L'égalité des porteurs d'obligations se trouve ainsi, en quelque sorte, transférée dans la quantité et la qualité de l'information qu'ils reçoivent individuellement avant de souscrire. Les investisseurs ne souscriront qu'en connaissant et acceptant le fait que leurs situations patrimoniales puissent être différentes lors de l'exercice de l'option. Cette information devra être maximale dans le cas des obligations complexes.

2. Régime juridique des obligations complexes

Les obligations complexes sont «régies» par les principes généraux établis par la Cob et le CMF, figurant au Bulletin Cob n° 329 de novembre 1998. Certes, ces principes ne sauraient constituer une source de droit per se, mais il ne fait aucun doute que la Cob et le CMF s'y référeront lors de l'examen des dossiers d'émission, d'admission ou de cession.

Ces principes concernent les warrants et les titres de créance complexes présentant les caractéristiques suivantes :

- transfert d'un droit de créance sur l'émetteur, transmissible par inscription en compte ou tradition ;
- caractéristiques particulières quant aux modalités de

remboursement ou de rémunération, avec d'autres droits associés ;

- absence de dispositions législatives ou réglementaires particulières ;
- émission au minimum en conformité avec les principes résultant des articles 285 et 289 ainsi que des articles 284, 290, 322 et 323 de la loi du 24 juillet 1966.

Les obligations complexes sont fondées sur un sous-jacent qui ne peut être (20) que :

- les propres titres de l'émetteur (ou valeurs et biens directement liés à son activité) ;
- ou des sous-jacents qu'ils détiennent préalablement à l'émission et acceptent de mettre sous séquestre au profit des porteurs de titres pendant toute la durée de l'émission.

Cette dernière obligation de mise sous séquestre, conjuguée au droit d'opposition reconnu à l'émetteur du sous-jacent qui doit être dûment informé (21), conduisent encore les émetteurs français à faire coter leurs obligations complexes à l'étranger, et notamment au Luxembourg, où de telles contraintes ne se retrouvent pas.

Il est intéressant de remarquer que la Cob et le CMF autorisent l'émission d'emprunts obligataires remboursables au-dessous du pair (à condition de faire figurer un avertissement sur la note d'émission), ce qui est absolument exclu dans le cas des obligations non complexes, parce que contraire au fameux article 1902 du code civil : «*l'emprunteur est tenu de rendre les choses prêtées, en même quantité et qualité, au terme convenu*». Il est à cet égard légitime de s'interroger sur la validité d'une telle pratique, contraire à une disposition légale généralement considérée comme d'ordre public, autorisée par les «principes» édictés par les autorités de tutelle, sans que ce soit dans le cadre de leur pouvoir réglementaire strict.

La procédure en France passe en outre par une transmission préalable à la Cob, dans un délai suffisant, des caractéristiques de l'instrument. Si le produit est «nouveau», la Cob et le CMF doivent être consultés.

Ce cadre «réglementaire» confère une large liberté aux émetteurs, libres d'émettre tout produit obligataire présentant une sécurité suffisante pour ses souscripteurs éventuels. C'est reconnaître à juste titre que les produits obligataires régis ou envisagés par la loi ne constituent pas l'ensemble fini du possible en matière obligataire. Cependant, en tant que texte établi par les autorités de tutelle du marché, les principes généraux investissent ces dernières d'un pouvoir quasi discrétionnaire en la matière.

La grande liberté octroyée aux émetteurs trouve cependant ses limites dans l'ordre public, et notamment, à notre avis, dans le dernier alinéa de l'article 339-1 de la loi du 24 juillet 1966, qui proscriit la conversion ou la transformation à un moment donné d'un titre représentatif de capital en titre représentatif de créance. Ce texte, bien qu'intégré au régime des valeurs mobilières composées, doit selon nous s'entendre comme général, en vertu de la notion d'intangibilité du capital et de la conception de ce dernier comme représentatif du droit de gage des créanciers.

Face à l'impossibilité de présenter une étude systématique des obligations complexes, nous présenterons ci-après quelques uns des produits ayant remporté un relatif succès ces dernières années ou parmi les plus innovants, à savoir les obligations échangeables en actions de portefeuille et l'obligation Vivendi Environnement.

• **Les obligations échangeables en actions d'une filiale (OEAF)**

Ces produits sont très récents (premier lancement en France par Canal + le 1^{er} avril 1997), mais sont appelés à connaître un succès croissant en raison du double objectif qu'ils permettent à leur émetteur d'atteindre : se financer et céder une participation. L'avantage de l'OEAF consiste donc en un financement ne se traduisant pas par un endettement ordinaire, une dépense de trésorerie ou une dilution des actionnaires.

Il s'agit donc d'obligations qui, sur l'initiative du porteur, peuvent être échangées contre des actions détenues en portefeuille par l'émetteur, selon une parité fixée dans le contrat d'émission. Les perspectives de rentabilité du porteur résident dans l'évolution du cours du sous-jacent, et très accessoirement dans le taux d'intérêt des obligations qui, on peut le noter, est passé de 3,5 % lors de l'opération Canal + à 0 % lors de l'opération Suez Lyonnaise des Eaux (cf. tableau récapitulatif).

Dans la mesure où les OEAF n'entraînent aucune modification statutaire chez l'émetteur (pas plus que chez l'émetteur du sous-jacent du reste), l'émission sera autorisée par l'assemblée générale ordinaire de l'émetteur (22).

Les diverses modalités de l'émission sont fixées dans le contrat, et notamment les périodes pendant lesquelles l'échange peut être demandé. Plus fondamentalement, il est aussi déterminé, d'une part, s'il peut être versé au porteur exerçant l'échange, la contrepartie en espèces des actions sous-jacentes qu'il aurait dû recevoir et d'autre part, sur l'initiative de qui ce choix est effectué. Dans les opérations Canal +, Pathé, Accor et Suez Lyonnaise des Eaux, ce choix appartenait à l'émetteur, pour des raisons de souplesse.

Dans ces quatre opérations, les obligations ont été cotées à la Bourse de Luxembourg, à cause des contraintes inhérentes à la réglementation française évoquées ci-dessus : (obligation faite à l'émetteur de séquestrer les actions sous-jacentes et droit d'opposition ouvert à l'émetteur du sous-jacent).

De telles contraintes n'existent pas dans les mêmes termes au Luxembourg. Dès lors, il est souvent prévu que l'émetteur disposera d'une option entre la livraison physique des titres sous-jacents au porteur ou le paiement de la contre-valeur en espèces de ce sous-jacent. En suivant ce raisonnement, on peut conclure qu'il n'est pas nécessaire techniquement que l'émetteur possède ou conserve les titres remis en échange, s'il peut simplement en verser la contre-valeur. Il sera alors possible à l'émetteur de tirer parti de l'évolution du cours du sous-jacent, de son cours propre et de ses ressources de trésorerie pour se financer à un coût moindre, achetant et vendant le sous-jacent à sa guise, alors qu'une telle souplesse n'existe pas si l'on séquestre les titres sous-jacents.

Ce raisonnement, qui n'a jamais été en pratique poussé si loin, permettrait par exemple d'émettre des obligations (certes hautement spéculatives) remboursables, dans certaines fenêtres, à la contre-valeur en espèces d'un titre sous-jacent, l'émetteur devant se couvrir par ailleurs de la hausse du titre sous-jacent.

• **L'obligation Vivendi Environnement**

Les obligations Vivendi Environnement, au nom exact d'«obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes Vivendi ou éventuellement Vivendi Environnement en cas d'introduction en bourse de

Evolution du cours du sous-jacent

Emetteur	Sous-jacent	Date	Montant	Taux	Echéance	Période d'échange	Cotation	Droit applic.
Canal +	Mediaset	01.04.97	2 MF	3,5	5 ans	à tout moment	Luxembourg	anglais
Pathé	BSkyB	24.11.98	1,15 MF	3	5 ans	à tout moment	Luxembourg	anglais
Accor	Compass	29.03.99	~ 2,8 MF	1	3 ans	à tout moment	Luxembourg	français
Suez	AXA	07.04.99	~ 5,2 MF	0	4 ans	à tout moment	Luxembourg	français
Lyonnaise des Eaux					9 mois			

cette dernière société garanties par Vivendi», sont en réalité très simples de fonctionnement, et constituent de nos jours l'un des produits les plus innovants sur le marché.

Il s'agit en fait d'une Océane émise par Vivendi Environnement, filiale de Vivendi, aux modalités particulières :

- le porteur peut décider de ne pas faire jouer son droit d'attribution d'actions et recevoir, aux périodes déterminées par le contrat d'émission, le remboursement en espèces de son obligation ;
- le porteur peut également décider de demander l'attribution d'actions Vivendi Environnement, et cette dernière société, comme dans le cas d'Océane classiques, déterminera si les actions seront émises (mécanisme de la conversion) ou prélevées d'un stock existant (mécanisme de l'échange) ;
- enfin, le porteur peut décider que l'attribution portera sur les actions Vivendi, auquel cas le choix de la conversion et/ou de l'échange appartiendra à cette dernière société.

Il s'agit donc d'une Océane portant, au choix du porteur, soit sur les titres Vivendi Environnement, soit sur les titres Vivendi. Ce produit présente l'originalité toute nouvelle de combiner les régimes respectifs des articles 339-1 et 339-3 de la loi du 24 juillet 1966 et à ce titre, mérite d'être classé dans la catégorie des valeurs mobilières composées. La note d'émission des obligations Vivendi Environnement, visée par la Cob, fait du reste référence à ces deux articles. Néanmoins, ce produit pourrait, au prix de légères adaptations, revêtir une dimension complexe, dans la mesure où il pourrait très bien être émis à titre principal par une société, qui, à son initiative, pourrait décider l'attribution d'actions de l'une de ses filiales, voire d'une société tierce (comme nous l'avons vu précédemment).

Dans ce dernier cas, la sortie pourrait être effectuée par remise physique d'actions après achat sur le marché ou simplement par paiement de leur contre-valeur.

Comme l'obligation est susceptible d'augmenter le capital de l'une et l'autre des sociétés, l'autorisation d'émission a été prise en assemblée générale extraordinaire des deux sociétés, avec suppression du droit préférentiel de souscription. Au cas particulier, aucun délai de priorité n'a été prévu.

La demande d'attribution d'actions peut être effectuée à tout moment. Les obligations sont remboursables à l'échéance, sauf amortissement anticipé décidé par l'émetteur. Cette dernière faculté peut ainsi lui permettre dans des situations extrêmes (si par exemple elle-même ou la société mère faisait l'objet d'une offre publique) de ne pas attribuer les actions correspondantes.

Il apparaît en conclusion que l'obligation Vivendi Environnement, complexe en apparence, s'appuie sur des mécanismes simples de façon à offrir à la fois une bonne lisibilité aux souscripteurs éventuels, et une souplesse maximale à l'émetteur. Cette souplesse serait bien sûr accrue si le choix entre la société mère et la filiale appartenait à la société mère.

*
* *

La libéralisation de la réglementation et de son appréciation par les autorités de tutelle a permis ces dernières années, et plus encore ces derniers mois, l'émission de produits innovants, s'adaptant au mieux à la situation financière et stratégique des sociétés désirent se financer par appel public à l'épargne.

Un tel cadre juridique conduit à l'émission de produits uniques, construits autour de mécanismes simples, mais les combinant entre eux pour aboutir au produit répondant à la situation de l'émetteur au moment de l'émission. La preuve en est que le produit porte aujourd'hui dans la pratique le nom de son émetteur.

La diversité des produits présentés conduit nécessairement les émetteurs potentiels à s'interroger sur le produit à choisir pour une émission particulière. Il ne fait aucun doute que ce choix s'appuiera essentiellement sur des critères financiers, mais les aspects juridiques peuvent jouer un rôle important. Du point de vue de l'émetteur, il s'agira de trouver la meilleure combinaison possible entre l'attractivité du produit pour ses souscripteurs et les conséquences de ce financement pour l'émetteur et ses actionnaires. Un tableau sommaire présente ci-après le positionnement de différents produits en fonction des différents critères qu'il est possible de retenir.

Il est évident que l'accès au capital de l'émetteur est l'une des conditions sine qua non de la réussite de l'émission, l'intérêt des investisseurs pour les obligations classiques étant moindre. Comme nous l'écrivions plus haut, les produits actuels permettent un accès immédiat au capital, tout en laissant à l'émetteur le choix entre les différentes modalités pour arriver à cette fin. Une telle souplesse ne se rencontrait pas précédemment dans les «obligations à rallonge» où conversions, bons de souscription et autres échanges se succédaient de manière peu lisible pour les souscripteurs et impératives pour les émetteurs.

Quoi qu'il en soit, il est évident que les émetteurs disposent encore d'un large espace de liberté pour tirer pleinement profit de ces nouvelles dispositions, et, d'une manière générale, de la «liberté créatrice» que la Cob semble aujourd'hui leur offrir. ■

Tableau récapitulatif

Coût	Dilution	Trésorerie	Cession de participations
Emetteurs. Aspects attractifs			
Appréciation de la créance		<i>Obligations indexées</i> <i>Obligations participantes</i>	
Obligations à haut rendement, mais d'avant dernier rang		<i>TSDI</i> <i>TSR</i>	OEAF
Cumul obligations et actions de l'émetteur	OBSA		
Accession obligatoire au capital de l'émetteur	ORA		
Accession possible au capital de l'émetteur		OC OE OCEANE	
Accession possible au capital de la maison mère		Obligations Vivendi <i>Dilution de la maison mère</i> OSCAR type AGF OC OE	
			Système d'autorisation incertain

Les produits notés en gras et en italique sont émis sur décision de l'assemblée générale **ordinaire**.

(1) *Bulletin Cob* n° 329 novembre 1998.

(2) Voir par exemple, dans le cas des obligations convertibles, l'article 195 al. 1.

(3) Cass. com. 13 juin 1995, *Bull. civ. IV* n° 181 ; Chronique de Paul Le Cannu in *Bourse et produits financiers*, juillet-août 1995.

(4) A cet égard, l'exception donnée par l'article 339 est assez significative : les emprunts émis à l'étranger par des sociétés françaises ne donnent pas lieu à la constitution d'une masse d'obligataires.

(5) Mercadal et Janin, *Mémento sociétés commerciales* n° 3023-31.

(6) H. Hovasse, «Les augmentations de capital à souscription conditionnelle», 1988, n° 217 et s. ; Mercadal et Janin, *Mémento sociétés commerciales* n° 3023-2.

(7) F. Peltier, *RD bancaire et bourse* 1993, p. 4

(8) Elle a du reste déjà été réalisée en 1984 par Thomson SA sur les actions de sa filiale Thomson CSF ; *rapport Cob* pour 1984 p.17.

(9) Comme une certaine doctrine le suggère (*Lamy sociétés commerciales*, n° 4444).

(10) *Lefebvre sociétés commerciales*, n° 3031.

(11) Société détenant directement ou indirectement plus de la moitié du capital de l'émetteur.

(12) Sauf le cas de la mise en redressement ou liquidation judiciaire de l'émetteur. Alors, la clause de sauvegarde généralement prévue dans le contrat d'émission prévoit que le remboursement se fait en espèces au pair.

(13) Dans le cas d'obligations remboursables en actions de la société mère, nous estimons à nouveau, et suivant la même logique, que l'émet-

teur des obligations devrait pouvoir faire autoriser l'émission par sa seule assemblée ordinaire.

(14) Titres émis par des personnes morales publiques ou privée, transmissibles par inscription en compte ou tradition, qui confèrent des droits identiques par catégorie et donnent accès, directement ou indirectement, à une quotité du capital de la personne morale émettrice ou à un droit de créance général sur son patrimoine.

(15) Cf. note 13.

(16) Mécanisme symétrique de l'obligation «Vivendi Environnement» décrite ci-dessous.

(17) Mercadal et Janin, *Lefebvre sociétés commerciales*, n° 3193-17 ; *Lamy sociétés commerciales*, n° 4467.

(18) Le texte dit : titres qui, à cet effet, sont ou seront émis...

(19) Voir par exemple trib. com. Paris 25 février 1992, *Dr. soc.* 1992 n° 127, obs. Bonneau.

(20) Sauf pour les établissements de crédit, les entreprises d'investissement, les Etats, les banques centrales ou les institutions financières internationales.

(21) Le droit d'opposition reconnu à l'émetteur du sous-jacent est issu de l'article 38 de la loi DDOEF du 2 juillet 1998, et remplace l'accord exprès qui lui était au préalable reconnu (article 42-II Loi MAF du 2 juillet 1996).

(22) Voir ainsi l'assemblée générale mixte de Canal + en date du 28 mars 1997 et notamment sa quatrième résolution autorisant l'émission des OEAF, prise à titre ordinaire.