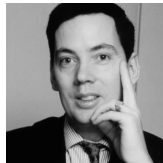


Chronique financière et boursière



Hubert de Vauplane
Direction des affaires juridiques
Banque Paribas

Création du marché des EDR à la bourse de Paris : l'appel du large !

Bulletin officiel du CMF, Balo du 11 mai 1998, p. 8106.

La SBF-Bourse de Paris a ouvert un nouveau compartiment, à côté du Premier et Second marché, dénommé «marché des EDR» pour «European Depositary Receipt». Cette création s'inscrit dans la bataille concurrentielle à laquelle se livrent les différentes places boursières européennes à l'aube de l'euro. Ces dernières se doivent d'attirer un grand nombre d'entreprises pour asseoir (ou augmenter) leur puissance. Si pendant longtemps, les bourses allaient chercher des entreprises candidates à la cotation quasi exclusivement dans leur pays d'origine (sauf le cas des cotations multiples où un émetteur, déjà coté sur sa place d'origine, vient chercher une liquidité supplémentaire sur une autre place financière), ce temps semble aujourd'hui révolu. Le Nouveau Marché avait déjà ouvert la voie de l'internationalisation avec l'introduction d'émetteurs pour la première fois sur une bourse autre que celle de son pays d'origine. Avec la création du marché des EDR, le défi est encore plus grand : il s'agit d'attirer des entreprises extérieures à la zone euro. Le marché parisien aura-t-il la capacité d'attirer vers lui, et non vers les grands centres financiers comme New-York et Londres, des entreprises étrangères à la recherche de capitaux ? Si les Anglo-saxons se permettent d'en douter (1), ce qui n'est pas pour nous étonner, on relèvera que cette initiative, grâce à l'utilisation de l'électronique, pousse encore plus loin le processus d'intégration européenne en amorçant la création de la première bourse pan-européenne où les membres pourront se connecter directement depuis leur pays d'origine. Plus qu'un " assemblage " de différentes bourses, comme l'est Euro-NM, le marché des EDR se veut le premier marché vraiment européen. Le but de ce marché est d'offrir aux sociétés non européennes, et particulièrement aux valeurs des marchés émergents, une opportunité d'accès au grand marché européen des capitaux. Les EDR seront cotés en euro et le règlement/livraison sera effectué par la Sicovam.

Les EDR sont conçus sur le modèle des ADR (2) – «American Depositary Receipt» – qui sont des instruments financiers émis par une banque dépositaire et donnant indirectement accès au capital d'une société étrangère. Nés dans

les années 20 à l'initiative de la Guaranty Trust Company de New-York, avec la première cotation en 1928 pour la société British American Tobacco, les ADR représentent le principal moyen par lequel les actions des émetteurs étrangers peuvent être traitées sur le marché boursier américain. En effet, ce sont des " reçus " libellés en dollars, représentant un certain nombre d'actions de la société émettrice, et qui sont émis par une institution financière américaine dépositaire des titres. Les ADR ne sont pas des actions, ce vocable étant réservé aux American Depositary Shares, mais plutôt des " certificats ". Ils donnent à l'investisseur le droit à la perception de dividendes en dollars, qui les exposent, par là même, à un risque de change puisque c'est en théorie le marché d'origine qui influence le cours des ADR. L'émergence des ADR est liée à un avantage qui perdure encore aujourd'hui aux yeux des intervenants américains : en recourant à cette pratique, les émetteurs étrangers se conforment obligatoirement à un certain nombre de règles spécifiques aux marchés américains, notamment en matière de fourniture d'information et de règlement/livraison. Pour les investisseurs, il est possible d'acquérir des " titres " de sociétés étrangères respectant un minimum d'exigences requises en matière d'information par la réglementation boursière américaine. Pour les émetteurs, il s'agit d'une opportunité d'accès au plus vaste marché du monde sans être contraint de procéder à une véritable introduction en bourse nécessitant, outre l'élaboration d'un dossier complexe et coûteux, le respect d'une réglementation compliquée, notamment en matière de norme comptable.

Les porteurs d'ADR, tout comme ceux d'EDR, ont toutes les caractéristiques apparentes d'un actionnaire, sans être juridiquement considérés comme tel. En effet, ils détiennent des " titres " représentatif du capital, donnant droit à dividende et leur permettant de voter. Ces particularités conduisent le juriste à s'interroger sur la nature juridique des EDR. Si, comme les ADR, il ne s'agit pas proprement parler d'actions ou de titres de capital, de quoi s'agit-il ? La littérature juridique sur ces titres est peu nombreuse, et lorsqu'elle existe elle aborde rarement la question de la qualification, et encore moins celle des relations entre la banque dépositaire, l'émetteur d'actions et les porteurs de certificats. La division binaire proposée par l'article 1er de la loi MAF n° 96-597 du 2 juillet 1996 entre titre donnant accès au capital et titre de créance laisse un choix restreint.

Pourtant, ces certificats représentatifs comportent des particularités avec des instruments déjà existant en France. Il semble à ce stade ne pas faire de doute sur l'impossibilité de qualifier ces titres d'actions ou de titres donnant accès au capital. En effet, seul le dépositaire des actions de l'émetteur a une relation juridique avec celui-ci ; les détenteurs d'EDR ne connaissent que le dépositaire et n'ont aucun lien avec l'émetteur. Le dépositaire des titres apparaît chez l'émetteur comme le véritable propriétaire des titres. Bien sûr, tout dépend du droit applicable à l'émetteur. Si ce droit reconnaît la notion de *nominee*, le dépositaire pourra être qualifié comme tel, et les relations entre l'émetteur et les porteurs d'EDR en seront clarifiées. On sait qu'en France, par exemple, une telle reconnaissance n'est pas admise, ce qui pose souvent de graves difficultés dans l'appréciation du rôle de la banque dépositaire. Mais, il est probable que le droit français aura peu vocation à s'appliquer, les banques dépositaires préférant généralement choisir le droit anglais ou celui de l'État de New-York. Si par contre le droit de l'émetteur ne reconnaît pas le concept de *nominee*, il est à craindre des difficultés juridiques. En premier lieu, le détenteur de titres n'étant pas «actionnaire», en cas de «faillite» de la banque dépositaire, il n'aurait qu'un recours du type de celui de créancier chirographaire. En deuxième lieu, se posera inévitablement la qualification juridique de ce titre.

Afin de mieux en comprendre les particularités, il est utile de présenter sommairement les procédures généralement applicables lors du paiement du dividende et de l'exercice du droit de vote. Au moment du détachement du dividende, celui-ci est versé par l'émetteur (ou son agent payeur) à la banque dépositaire des titres, à charge pour cette dernière de créditer à son tour les détenteurs de certificats. L'exercice du droit de vote est généralement détaillé dans le contrat conclu entre l'émetteur et la banque dépositaire. Le plus souvent, cette dernière recueille les «intentions» de vote des détenteurs de certificats et transmet à l'émetteur, en son nom, les votes obtenus. Ainsi donc, que ce soit pour le dividende ou le droit de vote, l'émetteur ne connaît pas directement les porteurs d'EDR.

On en vient alors à la qualification proprement dite. On pense en premier lieu aux certificats émis par la Sicovam en représentation des titres soumis à la législation française et obligatoirement dématérialisés (article 7 du décret n° 83-359 du 2 mai 1983). Comme les EDR, ces certificats «représentent» des titres déjà existants. Ils ne procurent aucun droit à leur détenteur, puisque seule l'inscription en compte est créatrice de droit. C'est d'ailleurs à ce titre qu'ils ne peuvent être qualifiés de valeurs mobilières. Les certificats émis par la Sicovam n'ont d'existence qu'en dehors de l'hexagone et ne sont créés que pour les besoins de circulation à l'étranger des titres dématérialisés à une époque où les titres étaient encore largement matérialisés dans les différentes places financières internationales. On s'interroge toujours aujourd'hui sur la nature juridique de ces certificats, *instrumentum sans negotium*. S'il existe de nombreuses ressemblances entre les EDR et ces certificats, il existe aussi des différences : les certificats émis par la Sicovam ne donnent droit, directement ou indirectement ni au dividende, ni au droit de vote ; il ne sont pas «émis» par un tiers, le rôle de la Sicovam se limitant à leur impression ; de même, le plus souvent, l'émetteur ignore l'existence. Enfin, le droit applicable aux EDR, de création purement conventionnelle, sera souvent différent du droit du pays de l'émetteur ; en pratique, il s'agira du droit de la

banque dépositaire. Pour toutes ces raisons, il n'est pas possible d'assimiler les EDR à ces certificats.

On peut penser aussi aux «felins» (fonds d'Etat libérés d'intérêt nominal) et aux titres obligataires démembrés : comme ces derniers, la création des EDR procède de la seule volonté des parties. Par contre, les félins tout comme les obligations démembrées conduisent, comme l'expression l'indique, à un véritable démembrement du titre originel, séparant la fraction du capital de celle des intérêts, pour arriver à la création d'un titre représentatif du capital à rembourser et d'autant de titres représentatifs des intérêts à recevoir qu'il existe de détachement de coupon. Tel n'est pas le cas des EDR qui représentent une fraction du capital, pas toujours d'ailleurs de même valeur nominale que le titre originel, avec tous ses attributs, droit au dividende et droit de vote, bien que sur ce dernier point les mécanismes mis en place ne soient pas évidents. Il nous faut donc écarter cette qualification.

L'instrument qui ressemble le plus aux EDR est le warrant qui est un titre émis par un tiers, représentatif d'un droit sur des actions d'un émetteur. Comme les EDR, il ne s'agit pas directement d'actions de l'émetteur, et leur création procède de l'émission par un tiers. Cependant, les warrants donnent généralement droit à «conversion» en titres de l'émetteur (sauf lorsqu'il est prévu un règlement en cash), ce qui n'est pas le cas des EDR.

En définitive, il semble difficile de rattacher complètement les EDR à un instruments déjà existant. S'agissant d'instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé, il semble qu'à ce stade la seule solution consiste à utiliser la qualification «balai» figurant au dernier alinéa de l'article 3 de la loi MAF du 2 juillet 1996 «et tous autres instruments financiers à terme». Bien que non satisfaisante d'un point de vue intellectuel, cette approche pragmatique permet de répondre à la question de la qualification des EDR. Il restera toujours nécessaire de réaliser une étude plus poussée en ce domaine.

La création du marché des EDR a conduit la SBF-Bourse de Paris à modifier ses " Règles d'organisation et de fonctionnement " afin d'y intégrer ce nouveau marché. Le marché des EDR est, au même titre que le Premier et le Second marché, un compartiment de la SBF-Bourse de Paris, et donc un marché réglementé. Tout comme le second marché, c'est un marché au comptant, qui fonctionne en continu ou par fixage et fait l'objet d'une tenue de marché. La demande d'admission aux négociations est adressée à la SBF par la collectivité émettrice du titre de capital représenté par les EDR, avec le concours d'un ou plusieurs intermédiaires financiers responsables des opérations d'introduction. Autrement dit, il ne peut pas y avoir d'introduction «sauvage» d'EDR, c'est-à-dire sans le consentement de l'émetteur du sous-jacent, comme cela se voit parfois sur le marché américain des ADR. Cette demande d'admission doit comporter la candidature d'au moins un membre du marché des EDR à être habilité comme «teneur de marché arbitragiste» d'EDR. La collectivité émettrice doit certifier par écrit que les titres représentés par les EDR ont bien été émis. La banque dépositaire de ces titres doit, pour sa part, attester de l'immobilisation des titres représentés par les EDR. Le mécanisme des EDR, tout comme celui des ADR, suppose une convention passée entre l'émetteur et la banque dépositaire aux termes de laquelle il est précisé le contenu de la mission du dépositaire, les conditions d'émission, de circulation, de conserva-

tion et d'administration des EDR. Ce contrat doit être communiqué à la SBF, tout comme toutes ses modifications ultérieures.

Sauf dérogation de la SBF, et on peut penser qu'elles seront nombreuses, l'émetteur doit avoir publié les comptes annuels des trois exercices précédant la demande d'admission. L'admission d'EDR implique la diffusion dans le public d'un nombre d'EDR suffisant représentant une contre-valeur minimale dont le montant est fixé par une instruction de la SBF.

(1) S. Davies, «Paris bourse to launch EDR market» : Financial Time, 22 avril 1998.

(2) Pour une étude sur les ADR, cf. " Les modes de détention des valeurs mobilières étrangères par le public : les ADR " : Bull. Cob, n° 271, juillet/août 1993, suppl. " Etudes " ; J.F. Kelley et S.M. Elliott, «ADR : un moyen de faciliter l'accès aux marchés de capitaux américains» : Options Finances, n° 220, 20 juillet 1992, p. 25 ; P. Colle, «ADRs et émissions d'actions sur le marché américain» : Option Finance, n° 427, 18 novembre 1996, p. 26 ; S.E. Squillace, «La porte d'accès du marché américain pour les parts sociales de sociétés françaises : ADRs» : PA n° 97 du 13 août 1993, p. 19 ; R.A. Cole & T.C. Wexler, «American Depositary Receipts» : JIBL 1991/12, p. 521 ; T. Joyce & P.O. Jungreis, «ADR programmes under Rule 144A : the state of the art» : IFLR, juin 1991, p. 32..