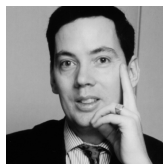


Chronique financière et boursière



Hubert de Vauplane
Direction des affaires juridiques
Paribas

Warrants et obligations complexes. Nouveaux principes généraux commun CMF/Cob

Lettre du président de la Cob au président de l'AFECEI du 13 novembre 1998.

À fin de tenir compte de l'entrée en vigueur prochaine de la monnaie unique, des évolutions législatives apportées par les lois des 2 juillet 1996 et 1998, ainsi que des nouvelles dispositions annoncées par le ministre de l'économie en matière d'émission obligataire (cf. ci-dessous), la Cob et le CMF ont décidé d'actualiser les «Principes généraux relatifs aux warrants et aux obligations complexes». Il ne s'agit pas ici de procéder à une présentation d'ensemble de ces mesures, mais d'en souligner, d'un strict point de vue juridique, les éléments les plus intéressants. On notera simplement que cette actualisation concerne principalement la définition du champ d'application des principes généraux, notamment au regard de la nouvelle définition de l'appel public à l'épargne, des dispositions relatives à l'indexation, et la définition d'une catégorie plus large de titres de créances. Ces principes ont vocation à s'appliquer à l'ensemble des collectivités de droit français ou étranger qui se proposent d'émettre ou de céder dans le public en France ou de demander l'admission sur un marché réglementé français de warrants de titres de créance complexes par voie d'appel public à l'épargne.

Même si la question n'est pas nouvelle dans la mesure où elle se posait déjà pour les précédentes versions des «Principes généraux», quelle est la base légale de ce texte et quelle est sa nature juridique ? Le document présenté a-t-il une valeur réglementaire ? Si oui, sur quelle base légale la Cob et le CMF peuvent-ils intervenir ? Concernant la Cob, celle-ci peut, au titre de l'article 4-1 de l'ordonnance de 1967, prendre des règlements «pour l'exécution de sa mission [...] concernant le fonctionnement des marchés», étant entendu que sa mission s'étend à celle définie à l'article 1^{er} de l'ordonnance, à savoir la protection de l'épargne, l'information des investisseurs et le fonctionnement des marchés. Si l'on estime que l'émission, la cession et l'admission de warrants rentrent dans ce cadre, c'est sous la forme d'un règlement qu'il aurait fallu procéder, sous peine de restreindre la portée de ce texte à une simple «recommandation morale». Cette question n'est pas neutre dans la mesure où elle conditionne l'opposabilité de ce texte (cf. infra). Si ce document vise bien à «préciser les principes retenus pour l'examen des dossiers d'émission, de

cession ou d'admission», est-ce bien le bon support ? La Cob dispose déjà de ses règlements n° 92-02 relatif à l'offre au public d'instruments financiers, et n° 90-02 relatif à l'obligation d'information du public. Pourquoi ne pas avoir intégré dans ces textes les règles particulières aux warrants et titres complexes ? Concernant le CMF, sa compétence ne pourrait s'entendre au regard de l'émission ou de la cession (de la compétence de la Cob), mais uniquement au regard de l'admission. Or, si le CBV était compétent avant la loi MAF du 2 juillet 1996 pour traiter de cette question, cette compétence a maintenant été transférée aux entreprises de marché. L'article 32-10° de la loi précitée ne donne compétence au CMF que pour fixer dans son règlement les «*principes généraux d'organisation et de fonctionnement que doivent respecter les marchés réglementés [...]*». L'article 42-I de la loi MAF laisse le soin aux entreprises de marché de déterminer dans leurs «règles de marchés» les conditions «*d'admission à la cotation, (et) les dispositions d'organisation des transactions [...]*». Il semble dès lors que les conditions d'admission devraient figurer dans les «Règles d'organisation et de fonctionnement» de la SBF-Bourse de Paris. On notera à ce titre que l'article N.3.2.24 des Règles de la SBF-Bourse de Paris comprend des dispositions spécifiques relatives aux warrants. Comment ces dispositions se combinent-elles ?

Comment s'articule ce document avec le règlement Cob n° 96-01 ? Ce dernier document prévoit la mise en œuvre du droit d'opposition que la loi du 2 juillet 1996 reconnaît à la Commission. Pourquoi prévoir dans les «Principes généraux» une information spécifique de la Cob sur les warrants, alors que celle-ci dispose de son droit de veto pour l'admission des instruments financiers (sachant que les warrants sont des instruments financiers, cf. ci-après) sur un marché réglementé ?

On s'interrogera aussi sur les conditions d'opposabilité d'un texte publié dans le Bulletin de la Cob et dans la Revue du CMF, alors que cette opposabilité résulte du JO pour les règlements Cob, et du Balo pour le CMF. En définitive, d'un strict point de vue juridique, un tel document a plus une valeur «morale» que juridique. Mais que l'on ne s'y trompe pas. Son utilité n'est pas contestée ; seule sa forme est sujette à caution. Il est vrai qu'un tel texte permet de mieux appréhender les limites de la Cob et du CMF : face à la demande d'un plus grand libéralisme de la part des professionnels pour les émissions d'instruments financiers, quelle peut être la réponse des autorités en charge de la surveillance (Cob) et du fonctionnement (CMF) du marché ? Une première solution aurait pu consister à ne rien faire et à laisser les émetteurs et les investisseurs en face de leurs responsabilités. Si

cette approche est souvent suivie outre-Manche, ce n'est pas le cas en France où en matière financière, comme en matière bancaire, l'on a tendance à penser – compte tenu du poids de l'histoire de la réglementation financière – que tout ce qui n'est pas autorisé est interdit. Dès lors, une seconde solution, finalement retenue, consistait à ce que les autorités dotées des pouvoirs mentionnés ci-dessus élaborent un document – certes, à la valeur juridique incertaine – permettant aux professionnels – émetteurs, investisseurs, et prestataires de services d'investissement – de disposer d'un « corpus réglementaire » les autorisant à émettre certains instruments financiers dans des conditions particulières. Un tel texte permettrait, en cas de contestation des conditions d'émission, à ces professionnels de se retrancher derrière le cadre défini par ces autorités.

Sur la forme, alors que dans d'autres textes on constate un effort d'utilisation systématique de la terminologie utilisée par la loi MAF, notamment dans la notion d'instrument financier, on reste surpris de voir que tel n'est pas le cas ici. On rappellera qu'un warrant est considéré comme rentrant dans la catégorie des instruments financiers à terme (2). A ce titre, la définition des warrants donnée par les principes généraux peut porter à confusion ; outre le fait qu'une partie de la définition est constituée d'une définition négative (ce qui n'est jamais très bon), si leur principale caractéristique consiste à être « émis par des entités indépendantes de l'émetteur de l'élément sous-jacent, et indépendamment de toute opération financière de ce dernier ou du groupe auquel il appartient », on ne voit pas ce qui distingue un warrant d'un EDR ou d'un ADR. Enfin, on notera que la notion de CVG n'est pas définie par un texte, ce qui est regrettable compte tenu de la diversité des « CVG ».

Sur le fond, la nouvelle rédaction des principes généraux pose un certain nombre de questions. Deux retiendront notre attention : l'une relative à l'assimilation des emprunts au régime juridique des prêts, et l'autre aux conditions d'application des dispositions relatives à l'indexation.

• Assimilation aux prêts.

Le premier point concerne la possibilité d'émettre des titres de créances en dessous du pair. Derrière cette question, c'est, d'une façon plus générale, l'application du régime juridique des prêts aux émissions de titres de créances. Une obligation ou un BMTN (Bon à moyen terme négociable) sont-ils juridiquement assimilables à un prêt d'argent ? Si tel est le cas, doit-on appliquer à ces instruments toutes les règles relatives aux prêts d'argent, comme l'usure, mais aussi de l'article 1902 c. civ. selon lequel le remboursement doit être égal à ce qui a été prêté. Traditionnellement, la doctrine a considéré qu'une obligation relevait du prêt d'argent (3). Une telle analyse, dégagée au début du siècle (4), est-elle toujours pertinente (5) ? Il y a lieu cependant de s'interroger à propos de cette analyse. Elle ne faisait aucun doute autrefois, à une époque où l'émission d'obligations était peu réglementée ; la spécificité de l'opération apparaissait néanmoins, en droit des sociétés, dans le fait que l'apport de financement ainsi fourni, souvent par les actionnaires eux-mêmes, paraissait constituer un capital-obligations, aux côtés du capital actions qui n'a jamais fait l'objet d'une règle générale ; cette notion ne s'est pas maintenue, mais le droit obligataire présente aujourd'hui des traits qui lui font prendre quelque distance par rapport au prêt d'argent de droit commun. Concernant l'application de l'article 1902 c. civ., s'il était effectivement appliqué sur le marché obligataire domestique (sans pour autant interdire certaines formules d'indexation), il ne l'était pas toujours de la

même manière sur le marché international ; car, lorsque l'article 1243 du même code dispose que « le créancier ne peut être contraint de recevoir une autre chose que celle qui est due [...] », ne faut-il pas comprendre que l'accord des parties peut modifier les termes du paiement ? La suppression des compartiments de l'eurofranc et du franc domestique a été l'occasion d'aligner les pratiques du dernier sur le premier, tout au moins en ce qui concerne cette question précise (sur la réforme du marché de l'eurofranc, cf. infra).

• Clause d'indexation.

L'autre grande difficulté de ce texte réside dans le respect des principes issus de l'article 79 de l'ordonnance n° 58-1374 du 30 décembre 1958 qui, contrairement à une idée reçue, n'interdit pas toute indexation, mais limite le choix aux seules indexations qui sont assises sur le prix des biens produits ou des services ayant une « relation directe avec l'objet, le statut ou la convention, ou avec l'activité de l'une des parties ». En effet, les « Principes généraux » précisent que ces produits demeurent naturellement soumis aux principes d'ordre public, notamment l'ordonnance du 30 décembre 1958 ». En conséquence, il convient d'examiner dans quelles conditions il est possible d'émettre des warrants ou titres complexes indexés. Le principe du nominalisme monétaire, énoncé par l'article 1895 du code civil en ce qui concerne le prêt de consommation, implique que l'emprunteur doit rendre, à l'échéance du contrat, une quantité identique de choses de la même qualité que celles qui lui ont été prêtées, quand bien même ces dernières auraient changé de valeur en hausse ou en baisse. La question fondamentale consiste à déterminer dans quelle mesure cette règle a un caractère d'ordre public ou non. On sait qu'il convient à cet égard d'établir une double distinction selon d'une part, que le contrat a pris naissance avant ou après l'ordonnance du 30 décembre 1958 (seule la deuxième branche de l'alternative nous retiendra ici), et d'autre part, que la clause fait référence à la monnaie nationale ou à une monnaie étrangère. Dans ce dernier cas, on sait aussi qu'il convient de distinguer selon que le contrat donne lieu ou non à un paiement international (sur ce dernier point, cf. infra). S'il n'y a pas de paiement international, une opération purement interne peut faire référence à une clause monétaire dès lors que la monnaie étrangère est une simple monnaie de compte (6). Dans ce cas, la clause d'indexation doit être conforme à la législation sur les indexations. Si, comme on l'a vu, l'ordonnance de 1958 n'interdisait pas a priori l'émission d'obligations indexées, la direction du Trésor, par une pratique *contra legem*, est venue interdire toute émission d'obligations indexées et n'autorisait pas plus l'indexation liée, sans doute afin de favoriser le placement de ses propres emprunts. La question consiste donc à déterminer dans quelle mesure le prix de l'argent – qui constitue un bien – est en relation directe avec l'activité ou l'objet social de l'émetteur. Si l'on considère le critère de l'objet social, sauf le cas des établissements de crédit, il sera impossible à un émetteur d'émettre un emprunt indexé ; si l'on prend en compte l'activité de l'émetteur, il ne semble guère faire de doute que l'indexation en relation avec des indices de marchés financiers ou obligataires est parfaitement licite parce que l'objet d'une société implique naturellement des opérations financières (7). Le législateur est venu expressément autoriser l'émission d'emprunts indexés sur le niveau général des prix (article 19 de la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998), pour autant, cette disposition ne constitue qu'une exception au régime général d'interdiction. Elle doit donc être interprétée restrictivement. Cette exception ne concerne d'une

part, que certains instruments financiers, et d'autre part, que la seule indexation sur le niveau général des prix. Sur ce point, les «Principes généraux» n'apportent pas de précisions (et ils ne peuvent le faire), notamment quant à savoir si les dispositions de l'article 1895 du code civil sont ou non d'ordre public, se contentant d'indiquer que les titres de créances complexes doivent respecter l'ordonnance de 1958.

D'abord, l'arrivée de l'euro conduit à s'interroger sur la compatibilité de la réglementation française relative aux indexations avec les nouvelles normes européennes. Si, en effet, on estime que les restrictions quant à l'utilisation des clauses d'indexation ont un but de protection de la monnaie, le transfert de compétences en matière monétaire à la Banque centrale européenne laisse peu de place pour une telle réglementation. Inversement, on peut ainsi penser que cette réglementation vise aussi à protéger les co-contractants, et notamment les plus faibles. Dans ces conditions, le maintien de ces règles serait possible.

Parmi les nombreuses observations accessoires que suscite ce texte, on en relèvera principalement trois. Les nouveaux «Principes généraux» réservent l'émission de warrants à la catégorie des établissements de crédit et entreprises d'investissement. Là encore, il aurait été préférable de mentionner les «Prestataires de services d'investissement». On remarquera à ce titre que l'énumération proposée est plus large que celle de prestataire de service d'investissement. En effet, tous les établissements de crédit ne sont pas agréés pour fournir des services d'investissement et ne bénéficient pas de la qualité de prestataire de service d'investissement (tel est le cas par exemple des établissements de crédit-bail...). Or, il ne serait pas absurde de réserver l'émission de warrants aux seuls prestataires de services d'investissement. C'est d'ailleurs le sens de l'article 52 de la loi MAF du 2 juillet 1996 qui réserve le bénéfice du *netting* des opérations sur instruments financiers lorsque l'une des parties a la qualité de prestataire de services d'investissement, et non, comme c'était le cas avant la loi MAF sous l'empire de l'article 2 de la loi du 28 mars 1885, à l'ensemble des établissements de crédit. Il aurait été utile aussi de préciser que peuvent également émettre des warrants les établissements «non résidents ayant un statut comparable».

Ensuite, parmi les dispositions figurant dans les principes généraux, il en est une qui prévoit l'obligation de mettre sous séquestre les titres de capital sous-jacent au warrant préalablement à l'émission. On peut s'interroger sur les motivations d'une telle restriction. Il ne peut s'agir de la protection du marché en cas de *corner* puisqu'il suffirait d'obliger l'émetteur de disposer des titres au moment de leur livraison, dans la mesure où, bien entendu, aucun règlement en espèces n'a été convenu lors de l'émission. S'il s'agit d'une présomption de légitimité au regard de l'ordonnance de 1958, il serait préférable d'en laisser la responsabilité à l'émetteur, le CMF n'ayant aucun pouvoir pour interpréter cette ordonnance.

Enfin, l'on notera que les opérations sur warrants doivent être effectuées dans le respect du règlement n° 98-03, ce qui peut surprendre. Il ne peut s'agir au cas présent d'intervention par un émetteur sur ses propres actions. Les warrants ne sont pas visés par les articles 217 et suivants de la loi du 24 juillet 1966 qui ne concernent que les «actions». Outre le manque de base légale de cette disposition, on ne voit pas bien où est le risque dans la mesure où justement les «Principes généraux» prévoient que «l'émetteur doit avoir la possibilité de s'acquitter de son engagement en réglant en espèces

une différence de cours».

(2) L'un des enjeux du débat sur la qualification des warrants comme «valeurs mobilières» résidait notamment dans l'application de la procédure décrite par le décret du 31 juillet 1992 en matière de saisie de valeurs mobilières. L'absence de soumission au régime des valeurs mobilières les conduit à régir leur saisie au même titre qu'un droit incorporel dans les conditions prévues à l'article 59 de la loi du 9 juillet 1991.

(3) En droit français le contrat de prêt est régi par les articles 1892 et suiv. C. civ. relatifs au «prêt de consommation», ou simple prêt ; le prêt d'argent, assorti d'un intérêt, l'est en outre par les articles 1905 et suiv. concernant le prêt à intérêt.

(4) Il était évident pour les anciens auteurs que le titre obligataire naît d'un contrat de prêt (E. Thaller et P. Pic, *Traité de droit commercial*, Rousseau, 1924, t. 2, n° 707 et t. 3, n° 1610 et s. ; C. Houpin et H. Bosvieux, *Traité général des sociétés*, op. cit., t. 1, n° 576 et s.). Tout au plus voyait-on un titre de créance sui generis, en raison notamment de son soi-disant caractère aléatoire, la formule usuelle de remboursement faisant autrefois appel à un tirage au sort annuel. Mais il y avait eu débat à ce sujet : Thaller et Pic (op. cit. n° 1611), après avoir rejeté le système de l'obligataire associé, celui de la mise en vente par la société de créances sur elle-même, système des auteurs allemands non admis en France, celui du prêt aléatoire, avaient adopté l'idée d'un prêt collectif ou d'«une société virtuelle de prêteurs».

(5) Pour une analyse complète de cette question, cf. J.-P. Bouère, J.-M. Desaché, P. Derouin, et H. de Vauplane, *Titres et emprunts obligataires*, *Banque éd.* à paraître.

(6) Cass. civile 1^{re} 10 mai 1966, *Colombo* : D. 1966, p. 497, note Ph. Malaurie.

(7) Cf. en ce sens, A. Reygrobelle, *La notion de valeur mobilière*, Thèse, Paris II, 1995, n° 154, p. 82.