



Hubert de Vauplane
Direction des affaires juridiques
Paribas

Suppression du marché de l'eurofranc

Lettre du ministre de l'économie et des finances du 1^{er} octobre 1998. Instruction DGI n° 5 I-11-98 (BOI du 6 octobre 1998).

Dans un courrier daté du 1^{er} octobre 1998 adressé au président de l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (AFECEI), le ministre de l'économie a décidé de supprimer le marché de l'eurofranc. Cette décision, liée à l'avènement de l'euro, permet aux entreprises, depuis le 2 octobre 1998, d'emprunter en France et en dehors de France «*sans qu'aucune formalité particulière ne leur soit imposée par (les) services*» du ministère de l'économie. La distinction entre le compartiment «domestiques» et le compartiment «eurofranc» est ainsi supprimée : la seule distinction opérationnelle est celle qui sépare les émissions avec appel public à l'épargne en France de celles sans appel public à l'épargne en France. En pratique, cette réforme conduit aux conséquences suivantes.

- Aucune notification préalable des émissions – réalisées avec ou sans appel public à l'épargne en France – ne doit être effectuée auprès du ministère de l'économie. Cette liberté ne préjuge cependant pas de l'application de textes spécifiques. Ainsi, l'émission par des émetteurs français ou étrangers de warrants et obligations complexes doit être réalisée en conformité avec les «Principes généraux» établis conjointement par la Cob et le CMF. De même, l'ensemble des règles relatives à l'appel public à l'épargne en France et à l'admission aux négociations sur un marché réglementé français continuent d'être applicables ; enfin, et dans la mesure de son application, le décret n° 89-939 du 29 décembre 1989 réglementant les relations financières avec l'étranger demeure applicable.

- Les restrictions de placement primaire posées à l'accès au marché international des émetteurs français sont supprimées.

- Les émissions obligataires en euros ou en écus réalisées à compter du 4 mai 1998 sont réputées réalisées hors de France pour l'application des dispositions de l'article 131 quater du code général des impôts qui exonèrent du prélèvement prévu à l'article 125-A-III du même code les produits des emprunts contractés hors de France par des personnes morales françaises.

- Les restrictions traditionnellement apportées au volume minimal des émissions publiques ou «cotées» (100 millions de francs sur le marché domestique, 300 millions de francs sur le marché de l'eurofranc) sont levées depuis le 2

octobre 1998. Il n'est dès lors plus obligatoire de prévoir une cotation sur le marché français, même si le ministre en recommande l'usage notamment en cas d'appel public à l'épargne en France.

- La direction des émissions internationales est ouverte à tout établissement de crédit ou entreprise d'investissement ressortissant de l'Union européenne qui a été autorisée dans son pays d'origine par son autorité compétente à diriger des émissions obligataires. La lettre du ministre de l'économie précise que cette disposition s'applique tant aux banques «teneuses de plume» des émissions obligataires qu'aux banques «arrangeuses» des programmes d'*euro medium term* notes multidevises et à la banque «placeuse effective» pour chaque émission réalisée dans le cadre de ces programmes. La Cob reste toutefois compétente pour que, dans le cadre de ces programmes, soit assuré le respect des règles relatives à l'appel public à l'épargne et celles relatives aux «Principes généraux» lors de l'émission et de l'admission de titres de créances complexes (cf. lettre du chef de service du financement de l'Etat et de l'économie à la direction du Trésor adressée au directeur général de la Cob le 19 octobre 1998).

- Enfin, les restrictions relatives à la maturité minimale des émissions (un an jusqu'à la présente décision) sont levées.

Au-delà de cette décision, dont toutes les conséquences pratiques ne sont pas encore perceptibles à ce jour, la décision du ministre de l'économie est l'occasion de se pencher brièvement sur la notion d'«émission internationale». Le marché euro-obligataire (8) s'est longtemps défini par le fait que l'émission réalisée était placée exclusivement ou essentiellement (selon les réglementations) en dehors du pays du siège social de l'émetteur. Seule l'épargne étrangère était sollicitée. L'intérêt de cette distinction a longtemps reposé sur des considérations fiscales. Il reste que d'un point de vue juridique on s'interrogeait sur la notion même d'émission internationale (9). Selon un premier point de vue, les titres étaient émis sur l'euro-marché s'ils étaient souscrits par des non-résidents français; Selon une deuxième conception, une émission est internationale lorsque le versement des fonds est effectué hors de France. Selon cette dernière thèse, consacrée par un arrêt ancien de la Cour de cassation (10), est international l'emprunt qui donne lieu à un règlement qualifié lui-même d'international, c'est-à-dire par un «mouvement de flux et de reflux au-dessus des frontières», selon l'expression du procureur général Matter. Selon cette jurisprudence, il y a paiement international, rendant licites

les clauses de paiement en monnaie étrangère, dans le cas d'un emprunt émis en France par une société française et souscrit par des épargnants français dès lors que ce capital est utilisé à l'étranger pour le financement de son activité (11). Il y a aussi paiement international dans la situation inverse, c'est-à-dire lorsqu'une société ou une collectivité publique française émet en direction de l'étranger un emprunt obligataire assorti d'une clause de paiement en monnaie étrangère (12). Il convient de souligner que cette jurisprudence a été élaborée pour séparer les «bonnes» clauses monétaires des «mauvaises». En effet, à cette époque, les clauses monétaires, c'est-à-dire celles qui font référence aux devises, soit comme monnaie de paiement soit comme monnaie de compte, étaient nulles pour les opérations internes, mais restaient valables pour les opérations internationales. Si cette école a autrefois reçu écho, il convient aujourd'hui de l'abandonner, le contexte législatif ayant fortement changé depuis la jurisprudence Matter. C'est pourquoi, l'on préfère généralement retenir le critère de destination des titres : est internationale une émission dont les titres sont placés auprès de non-résidents. C'est pour cette raison qu'il était généralement considéré que les émissions réalisées sur le marché de l'eurofranc constituaient des émissions internationales. A l'appui de cette thèse, il était invoqué plusieurs textes. Ainsi, la directive n° 89/298 CE du 17 avril 1989 donne une définition précise des euro-valeurs mobilières aux termes de laquelle sont considérées comme telles les émissions destinées à couvrir un marché différent du marché domestique de l'émetteur (13). Une euro-valeur mobilière se définit par son marché de destination, étant «significativement» souscrite par des non-résidents : peu importe le lieu où les titres sont déposés ou conservés, et peu importe le lieu de résidence de l'agent payeur principal (14). Outre ce texte, et jusqu'à la suppression du marché de l'eurofranc, il était fréquent de faire appel à l'article 131 quater du code général des impôts qui exonère tous les «*emprunts contractés hors de France*» de retenue à la source pour appliquer le critère de destination des titres (15). De même, l'article 339 de la loi du 24 juillet 1966 constituait un autre élément permettant d'appuyer cette thèse. On sait que cet article permet, sauf clause contraire du contrat d'émission, d'écarter l'application des dispositions relatives à la masse des obligataires les «*emprunts émis à l'étranger par des sociétés françaises*». Enfin, on notait que les textes relatifs à la dématérialisation des titres ne visent que les «*valeurs mobilières émises en territoire français*». A contrario, les euro-émissions étaient considérées comme émises hors de France et continuaient ainsi à circuler sous forme papier. Cette interprétation était aussi celle suivie par le Comité des émissions qui était l'organe chargé d'assurer le bon fonctionnement des marchés du franc domestique et de l'eurofranc et qui, à ce titre, élaborait les «règles du marché de l'eurofranc» (16). Enfin et surtout, l'affaire LVMH a été l'occasion tant pour la Cob que pour les tribunaux, de se pencher sur la notion d'émission internationale ; et si la Cour n'a pas répondu directement à cette question, il est possible de voir dans cette décision le critère du marché de destination comme critère distinctif d'une émission internationale (17). Il reste, après la suppression des deux compartiments, qu'il devient nécessaire de réfléchir à l'application de ces différents textes.

Il serait ainsi utile de réfléchir sur les conditions de fonctionnement d'un marché «euro-euro». En effet, la sup-

pression du compartiment de l'euro-franc, comme celle des autres monnaies des pays *in*, ne conduit pas à l'abandon d'un marché euro de l'euro. Les dettes privées et publiques libellées en euro continueront à être détenues par des non-résidents de l'«Euroland». Comment fonctionnera ce marché, quelles seront ses règles ? Il est trop tôt aujourd'hui pour répondre à ces questions.

(8) Sans être exhaustif, on peut citer parmi la nombreuse littérature sur le marché euro-obligataire les articles suivants : Ch. Dubois, «Le marché des euro-émissions en francs français» : *Banque* 1980, p. 289 et s. et 417 et s. ; C. Dufloix, «Connaissez-vous l'euro-marché ? Test en 25 questions à choix multiples» : *Banque*, 1980, p. 812 et s. ; L. Martin-Siegfried et I. Bintner, «Les émissions en euro-francs», *Analyse Financière*, 3^e trim. 1981, p. 29 et s. et, plus récemment, G. Endreo, «Les obligations libellées en euro-francs», *RD Bancaire et bourse*, 1989, p. 8 et s. et 1989, p. 44 et s. ; J.-M. Kertudo, «Les financements internationaux en 1989 : champ planétaire et euro-modèle», *Banque* 1990, p. 635 et s. ; C. Dufloix et M. Karlin, «Le marché euro-obligataire», *Banque* 1991, p. 960 et s. et 1992, p. 480 et s., et 606 et s.

(9) S. Durox et J.-P. Deschanel, «Les émissions en euros-francs : essai d'une théorie juridique» : *RD Bancaire et bourse*, 1994, n° 45, p. 192 ; G. Endreo, «Les émissions libellées en euro-francs» : *RD Bancaire et bourse* 1989, n° 11 et 12, p. 44.

(10) Cass. com. 17 mai 1927 : DP 1928, I, 25, note Capitant.

(11) Cf. en ce sens, J. Hamel, G. Lagarde, A. Jauffret, *Droit commercial*, t. I, 2^e volume, par G. Lagarde, 2^e éd. Paris, 1980, n° 557, p. 278.

(12) *Idem*.

(13) Selon l'article 3 f), sont considérées comme des euro-valeurs mobilières celles «*qui sont à prendre ferme et à distribuer par un syndicat dont deux au moins des membres ont leur siège dans un Etat différent, et qui sont offertes de façon significative dans un ou plusieurs Etats autres que celui du siège de l'émetteur, et enfin qui ne peuvent être souscrites ou initialement acquises que par l'intermédiaire d'un établissement de crédit ou d'un autre établissement financier*».

(14) La directive n° 89/298 CE a été transposée en France par le Règlement Cob n° 92-02 relatif à l'offre au public de valeurs mobilières. Celui-ci ne définit malheureusement pas la notion d'euro-émission.

(15) Par «emprunt contracté hors de France», le SLF entend un emprunt contracté auprès de non-résidents français (Instruction du 5 juin 1989 ID 9762) : «*un emprunt est réputé contracté hors de France si le prêteur initial à son domicile fiscal ou son siège social hors de France*» : il s'agit donc du critère du marché de destination.

(16) Selon l'article 7 de ces règles, «*les emprunts en euro-francs sont destinés à être souscrits par des non-résidents. A ce titre, ils ne peuvent être offerts au public en France pendant la période de souscription ou de placement. Les transactions sur le marché secondaire ne sont pas soumises à des restrictions de placement ; les résidents français peuvent, une fois la période de souscription terminée, acquérir des obligations en euro-francs, notamment en Bourse de Paris*».

(17) Paris, 2 novembre 1989, *JCP* éd.E, II, 15863, note H. Causse : «*Considérant, en ce qui concerne le prétendu caractère international de l'émission, que si les conditions formelles ont été remplies en l'espèce, la prédestination contractuelle de la majorité des OBSA entre des mains françaises démontre à l'évidence sa fictivité*». Cette décision fut confirmée par la Cour de cassation, Cass. com. 15 juillet 1992 : *Rev. Sociétés* 1992, p. 752, note P. Le Cannu ; *JCP* éd.E, I, 172, n° 11.