

Le nouveau droit français du financement obligataire : précisions autour des sûretés consenties par l'émetteur

L'appétit des investisseurs pour les obligations assorties de sûretés, en particulier sur le marché des émissions obligataires "vertes" ("green bonds") et des Euro PP ("private placements"), ne se dément pas. D'autant que le cadre juridique de l'émission d'obligations a été modernisé en 2017, l'idée directrice de la réforme étant de rehausser l'attractivité internationale de la place de Paris (et du droit français) en matière d'émissions obligataires. Coralie Leveneur, notaire, et Pierre-Emmanuel Dupont, juriste senior (Cheuvreux), décryptent les enjeux liés aux sûretés consenties aux porteurs d'obligations.



Mécanisme original de financement des investissements des entreprises et alternative traditionnelle à l'emprunt bancaire, l'émission obligataire s'analyse juridiquement en un contrat collectif de prêt conclu entre la société émettrice et les souscripteurs d'obligations. L'emprunt obligataire était, jusqu'à une date récente, soumis à une réglementation ancienne, qui remontait pour l'essentiel à un décret-loi de 1935, modifié par une loi de 1966. Une modernisation du cadre juridique de l'émission d'obligations était donc attendue. Elle a finalement été réalisée par l'ordonnance n°2017-970 du 10 mai 2017 et son décret d'application n°2017-1165 du 12 juillet 2017. Parmi les aspects les plus significatifs du nouveau droit français des financements obligataires figurent le "nettoyage" et la simplification des dispositions relatives au régime des sûretés consenties au profit des porteurs d'obligations.

La constitution des sûretés

Premier élément, et non des moindres, la réforme de 2017 est venue clarifier et simplifier la constitution des sûretés. Il s'agissait là d'un enjeu important pour l'attractivité du droit français qui souffrait jusqu'alors de certaines imprécisions. Les sûretés consenties par l'émetteur pour garantir le remboursement de l'emprunt obligataire (pour son montant en principal, intérêts, commissions, indemnités, frais et accessoires) peuvent être des sûretés réelles (hypothèque conventionnelle ou privilège de prêteur de deniers en ce qui concerne la garantie des fonds issus de l'émission qui seraient affectés au paiement du prix d'acquisition d'un immeuble ou, le cas échéant, subrogation dans une sûreté réelle existante) comme des sûretés personnelles (cautionnement, garantie autonome...). Une première nouveauté apportée par la réforme de 2017 à cet égard est que

l'émetteur se voit désormais expressément et opportunément reconnaître la possibilité de constituer des sûretés réelles concomitamment à l'émission des obligations (article L.228-77), alors que, précédemment, seule la constitution de sûretés avant ou après l'émission était prévue par les textes et soumise à des régimes différents. Lorsque l'acte constitutif de la sûreté est conclu avant l'émission des obligations, le représentant de la masse est partie à celui-ci "pour le compte de la masse des obligataires en formation", et cet acte ne prendra effet qu'au moment de l'émission.

Une deuxième avancée à signaler est l'affirmation désormais uniforme, quel que soit le moment auquel sont consenties les sûretés, que celles-ci sont constituées "pour le compte de la masse des obligataires". Si l'article L. 228-77 précité le prévoyait déjà, tel n'était, en effet, pas le cas de l'article L.228-81 du même code, qui laissait ainsi planer un doute sur l'identité du bénéficiaire des sûretés consenties postérieurement à l'émission obligataire: s'agissait-il de la masse des obligataires ou de chacun d'entre eux pris isolément? La question est désormais close.

On relèvera, enfin, une autre modification qui laisse songeur: les textes ne visent désormais que les sûretés "réelles". Le rapport de présentation de l'ordonnance au Président de la République précise, pour l'article L.228-77 touché par ce changement, qu'il s'agissait de se "référer à une catégorie légale de garantie" - le texte visait auparavant des sûretés "particulières". Cependant, si l'objectif de rattachement est atteint, il semble que cette modification vienne limiter le champ de cet article aux seules sûretés réelles à l'exclusion des sûretés personnelles, qui peuvent pourtant être consenties en garantie des obligations. Il en va de même pour l'article L.228-81 qui faisait référence aux "garanties" et vise désormais les "sûretés réelles et cessions à titre de garantie"... Simple erreur de plume ou volonté de restreindre les textes aux sûretés réelles? Le Rapport au Président n'est, hélas, ici d'aucun secours.

Le représentant de la masse et l'agent des sûretés

La réforme de 2017 a mis un terme aux incertitudes entourant la faculté pour le représentant de la masse de déléguer une



partie de ses pouvoirs. Il est maintenant bien établi que le représentant de la masse a le pouvoir d'accomplir au nom de la masse tous les actes de gestion pour la défense des intérêts communs des obligataires (C. com., art. L. 228-53). Ce pouvoir peut être délégué à un tiers, qui peut être un agent des sûretés, lequel se voit confier la tâche de gérer les sûretés garantissant les obligations, au profit de l'ensemble des porteurs d'obligations.

Le recours en pratique à l'agent des sûretés, que l'on a commencé depuis quelques années à constater sur la place de Paris en matière d'émissions obligataires sécurisées, est aujourd'hui favorisé par la réforme de l'agent des sûretés opérée par l'ordonnance n°2017-748 du 4 mai 2017, qui a notamment étendu son champ d'intervention à l'ensemble des sûretés et garanties (et non plus aux seules sûretés réelles, à l'inverse, on l'a vu, de l'ordonnance relative aux émissions obligataires qui semble avoir restreint son champ d'application aux seules sûretés réelles) et précisé ses prérogatives. L'agent des sûretés agit "en son nom propre au profit des créanciers de l'obligation garantie" (C. civ., art. 2488-6), et il est titulaire des sûretés et garanties. La création par la réforme de 2017, d'un patrimoine d'affectation distinct du patrimoine propre de l'agent des sûretés, permettant d'exclure de toute procédure d'insolvabilité ouverte à son encontre les droits et biens acquis dans l'exercice de sa mission (C. civ., art. 2488-6), est un autre facteur notable qui milite en faveur du recours à l'agent des sûretés.

Redorer le blason de la place financière française

En pratique, lorsqu'un agent des sûretés est désigné, la documentation prévoit que l'ensemble des informations et

documents qui doivent être fournis par l'émetteur au représentant de la masse doivent également lui être communiqués (en particulier, à titre d'exemple, les ratios financiers et les éléments servant au test de ceux-ci, la survenance d'un cas de défaut...) et précise les modalités selon lesquelles l'agent des sûretés, le cas échéant sous le contrôle du représentant de la masse, peut prendre, inscrire, gérer et réaliser les sûretés garantissant le remboursement de l'emprunt obligataire. Enfin, le recours à cet agent des sûretés pourrait également favoriser l'octroi de sûretés dans le cadre des émissions obligataires dites "wholesales" (titres dont la valeur nominale unitaire est supérieure à 100 000 euros, réservées à des institutionnels) pour lesquelles il n'est désormais plus obligatoire de recourir au mécanisme de la masse des obligataires. En effet, dans de telles situations, la constitution de sûretés au profit de chaque porteur d'obligation peut s'avérer lourde, voire rédhibitoire; mais si ceux-ci désignent un agent des sûretés régi par les articles 2488-6 et suivants du Code Civil, seul celui-ci sera alors titulaire des sûretés, non pas au profit de la masse des obligataires, mais de chacun d'entre eux. La constitution et la gestion des sûretés s'en trouvera nettement facilitée et les obligataires gagneront en sécurité. Les réformes opérées par ces deux ordonnances de 2017 relatives, d'une part aux émissions obligataires et d'autre part, à l'agent des sûretés avaient chacune pour but affiché de redorer le blason et l'attractivité de la place financière française. Leur conjugaison devrait contribuer à atteindre cet objectif: aux praticiens, désormais, de mettre en place des émissions obligataires sécurisées utilisant ces procédés revigorés!