

# **Les Obligations à Haut Rendement**

Mémoire de Fin d'Année

DESS - DJCE

Septembre 2000

Directeur de Mémoire : Hubert de Vauplane

Hala Audi  
Magistère de Juriste d'Affaires  
Promotion 2000

## Remerciements

Mes remerciements s'adressent avant tout à Ted Kamman et Anthony Pariset, qui ont su m'éclairer sur le sujet de ce mémoire à un moment où je commençais à peine mes recherches, sans être sûre ni de ses enjeux ni de ses limites. Leur aide attentionnée et leurs conseils m'ont été particulièrement précieux jusqu'à la fin de mon travail.

Je voudrais aussi remercier David Swinburn pour sa disponibilité. Il a été une source de réflexion et de documentation cruciale.

Enfin, mes pensées vont à mon ami Martin qui nous manque tous tant et dont la présence ne m'a jamais quittée pendant la rédaction de ce mémoire.

## Table des Matières

Remerciements	2
Table des Matières	3
Introduction	5
Présentation et justification du sujet	5
Moulinex	8
Neopost	9
Démarche et remarques préliminaires	9
Justification du plan	10
I Nature Juridique : le financement obligataire à haut rendement et le droit des contrats	12
A Le cadre juridique : entre relation contractuelle et institution sociétaire	12
Recherche de définition	13
Prêt	14
Titre Négociable : transmissibilité de l'obligation	14
Valeur mobilière : caractère collectif et non négocié de l'obligation	15
Conséquence de la nature juridique : tentative de délimitation des dispositions impérativement applicables.	16
B L'obligation a-t-elle une nature de prêt d'argent ? : la question de l'usure.	19
Introduction et enjeu	19
La réponse traditionnelle : le financement obligataire est un prêt d'argent soumis aux dispositions sur l'usure	21
Recherche d'une qualification moins rigide	22
II Régime Juridique : le Fonctionnement de l'Obligation à Haut Rendement	33
A Le régime du taux d'intérêt	33
Les différents mécanismes de rémunération envisageables	34
Les emprunts à taux fixe	34
Les emprunts à taux révisable	35
Les emprunts à rémunération variable	35
L'importance de la question du régime du taux d'intérêt dans l'étude des obligations à haut rendement.	36
Première problème : l'indétermination du prix	38
Deuxième problème : l'indexation	41
Introduction : Le principe du nominalisme monétaire	41
L'évolution de la jurisprudence jusqu'en 1957	42
L'ordonnance de 1958 : la réglementation des clauses d'indexation	43
La loi DDOEF du 2 juillet 1998	44
B Les sûretés et garanties : pierre angulaire économique et juridique du financement obligataire à haut rendement	44
L'utilisation du droit des sûretés traditionnelles	45
Garanties Réelles	45
Garanties Personnelles	46
La structure de l'endettement comme garantie ou "les sûretés de fait"	48
La subordination conventionnelle des créances est-elle autorisée?	50

Quelles techniques permettent la subordination conventionnelle des créances ?	51
Les covenants : compléments de la subordination	55
Bibliographie	59
Ouvrages	59
Encyclopédies	59
Revue	59
Documents annexés	60

# Introduction

## Présentation et justification du sujet

Une société qui veut développer son activité a besoin de capitaux. L'émission d'obligations est une alternative au crédit bancaire et à la dilution du capital par la souscription de nouvelles actions.

D'où vient alors la mauvaise presse des *obligations à haut rendement*, encore appelées *obligations pourries* suivant une traduction de l'anglais *junk bond* ?

L'obligation est dite "à haut rendement" ("*high yield*") en fonction de la notation de crédit de l'émetteur, établie par les principales agences de notation, Moody's et Standard & Poor's. Pour toute notation de l'émetteur en dessous de BBB chez Standard & Poor's et Baa3 chez Moody's, l'obligation émise est une *obligation pourrie*. C'est l'unique critère de distinction entre émissions privées habituelles et émissions "*high yield*".

Le professeur William Klein résume dans un article<sup>1</sup> paru en 1997 les critiques adressées à l'encontre des obligations à haut rendement en deux propositions simples. Premièrement, ces emprunts affaibliraient financièrement l'émetteur de manière non adéquate (*improperly*). Deuxièmement, ils constitueraient de mauvais placements pour leurs souscripteurs. L'article s'attache ensuite à démontrer l'absence de fondement de ces critiques. Mais avant d'analyser la situation actuelle et les récents plaidoyers publiés en faveur de ces emprunts en Europe, revenons brièvement sur l'histoire du marché des *high yield bonds* aux Etats-Unis.

Depuis le début du siècle, les entreprises américaines ont l'habitude de se financer sur les marchés de capitaux, au travers de placements privés obligataires, lorsqu'elles doivent faire face à des crédits bancaires trop chers à cause du risque débiteur qu'elles représentent. Les acheteurs sur ces marchés étaient à l'origine peu nombreux – les compagnies d'assurance, quelques fonds de pension... – et exploitaient par conséquent cette faible demande en exigeant des conditions strictes dans les contrats d'émission : c'est ce qui a donné naissance à la pratique des "covenants", clauses stipulées au profit de l'investisseur dans le contrat d'émission et sur lesquelles nous reviendrons

---

<sup>1</sup> W. Klein, *Corporate Finance: High Yield ("Junk") bonds as investments and as financial tools*, 19 Cardozo Law Review, 505, Sept-Nov. 1997.

plus tard. .

Le marché des *high yield bonds* tel qu'on le connaît actuellement, est né au milieu des années 1980. Auparavant, les *junk bonds* étaient toujours des obligations initialement émises par une société bénéficiant d'un bon risque de crédit ("*investment grade*") mais dont la notation a été abaissée par la suite. Ces obligations s'échangeaient par conséquent sur le marché secondaire à un prix inférieur à leur valeur nominale, augmentant ainsi leur rendement ("*yield*"). Dans les années 80 est né un marché primaire pour des instruments de dette émis dès l'origine par une société non "*investment grade*". Le marché était très largement dominé par la banque d'affaires Drexel Burnham Lambert<sup>2</sup>, et en particulier par le financier Michael Milken. Les émetteurs étaient des sociétés très variées issues soit d'industries en régression (acier, énergie, eau, transports aériens), soit d'industries en pleine croissance (télévision câblée, télécommunications, casinos, informatique), soit des fonds d'investissement par *leverage buy out (LBO)*. Avec le développement du marché des obligations à haut rendement, la part des emprunts émis pour financer des acquisitions en *LBO* (acquisition financée par endettement, avec effet de levier) est devenue prédominante. C'est durant cette période que des techniques financières aujourd'hui courantes ont été utilisées pour la première fois : paiement de l'acquisition partiellement en nature, ou par des instruments de dette donnant accès au capital etc...

Mais à partir de 1989, l'économie américaine entrait en récession. En 1990 et 1991, le niveau de défaillance a atteint plus de 7%<sup>3</sup>. Drexel Burnham Lambert tombait en faillite et on sait la destinée de nombreux "U.S. Savings and Loans" qui avaient largement investi dans des obligations à haut rendement.

Depuis, le marché des *high yield bonds* américain s'est diversifié. Aujourd'hui aucune banque ne contrôle plus de 12% du marché primaire<sup>4</sup>. Du fait de la dérégulation, de nouveaux secteurs de croissance sont apparus et fournissent des émetteurs importants: nouveaux médias, télécommunications, télévision câblée etc. Le marché secondaire est très liquide. En 1997, les emprunts à haut rendement représentaient plus de 40% de la totalité des nouvelles émissions

---

<sup>2</sup> A la fin des années 1980, Drexel Burnham Lambert était *underwriter* pour plus de 60% des émissions *high yield* (in C. Sheldon et Th. Abondante, *Great expectations: high-yield debt in European leveraged acquisition finance*, A special IFLR Report : US Capital Markets Report, 1999, p. 17.)

<sup>3</sup> C. Sheldon et Th. Abondante, *op. cit.*, p. 17.

<sup>4</sup> C. Sheldon et Th. Abondante, *op. cit.* note 2, p. 17.

d'émetteurs privés aux Etats-Unis<sup>5</sup>.

Alors? Les *obligations pourries* méritent-elles leur nom ?

Une série d'arguments peuvent être avancés pour démontrer le contraire.

Revenons aux deux critiques énoncées par le professeur Klein. D'une part, l'emprunt obligataire à haut rendement serait périlleux d'abord pour l'émetteur, parce que trop lourd financièrement. A cela il est objecté un argument évident pour certaines entreprises:

"A particularly compelling example of a sound business justification for the use of high-yield debt is the "emerging" company – that is, the perfectly respectable company, with a solid balance sheet, good management, and excellent prospects, but one that is too small to be recognized by the bond-rating firms. Before the advent of market for their debt – the market created by Michael Milken – these firms were at the mercy of the commercial banks with their stifling practices, attitudes, and regulations."<sup>6</sup>

Un autre argument à l'encontre de cette critique consiste à rappeler la différence de traitement fiscal entre dette et capital. Les dividendes distribués ne sont pas déductibles du résultat fiscal, tandis que les intérêts issus de dettes financières sont déduits. Ainsi le régime fiscal encourage l'endettement par rapport à la capitalisation. Et ce régime ne distingue pas entre les sociétés "investment grade" et les autres.

D'autre part, les obligations à haut rendement seraient un mauvais placement pour les souscripteurs. La première réponse consiste à dire que quelque soit le risque encouru par le souscripteur d'une obligation, il est moins important que celui encouru par le souscripteur d'une action du même émetteur. Or il est difficile de soutenir que toutes les souscriptions au capital des sociétés américaines non "investment grade" sont un mauvais investissement. Le deuxième argument est celui fait par les financiers: si l'achat d'un paquet d'obligations du même émetteur par un investisseur isolé est certainement un placement risqué, la diversification à la fois des titres achetés et des investisseurs intervenant fait des emprunts obligataires un placement qui a tout à fait sa place dans le portefeuille des investisseurs institutionnels. Depuis 1985, les obligations à haut rendement ont dégagé une performance à mi-chemin entre les obligations gouvernementales et les actions, tout en affichant une volatilité inférieure à ces deux marchés<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> D. Varela, *Obligations à haut rendement : un marché de 500 milliards de dollars*, Banque n° 592, mai 1998, p. 46 et s.

<sup>6</sup> W. Klein, *op. cit.* note 1.

<sup>7</sup> D. Varela, *Obligations à Haut Rendement : un marché de 500 milliards de dollars*, *op. cit.* note 5, p. 47.

En dehors de ces arguments inhérents à la nature des obligations à haut rendement, certaines éléments extérieurs sont actuellement réunis pour contribuer à la réussite d'un marché primaire de ces obligations en Europe:

- l'environnement actuel de **taux extrêmement bas** provoque une recherche de produits offrant un différentiel de rendement par rapport aux emprunts de première qualité;
- la **convergence européenne** et le passage à la **monnaie unique** vont supprimer les opportunités de diversification monétaire entre les différents marchés gouvernementaux européens (tous les emprunts seront émis en euros);
- la tendance actuelle vers un système de **capitalisation de l'épargne retraite** devrait se traduire par une importante augmentation des fonds investis sur le marché obligataire;
- parallèlement, si la demande augmente effectivement, les sociétés européennes ayant emprunté sur le marché américain pourront émettre dans leur monnaie, et **éviter ainsi le risque de change ou économiser les frais liés à la mise en place d'un swap**;
- enfin, l'environnement de plus en plus compétitif au niveau européen, la dérégulation et le désengagement étatique au niveau national, auront pour effet **d'augmenter fondamentalement la demande de capitaux** par les émetteurs privés et d'augmenter les opérations de **fusion et acquisition, de leverage buy out** etc...

Ces prédictions se sont-elles réalisées en pratique en France<sup>8</sup> ?

Depuis 1997, on dénombre au moins 4 émissions d'obligations à haut rendement en France, par Moulinex, le Groupe André, Néopost et Rémy Cointreau. Ces quatre emprunts ont été placés auprès d'investisseurs qualifiés, sans appel public à l'épargne (comme c'est quasiment toujours le cas avec les obligations *high yield*, en Europe et aux Etats-Unis). Dans cette perspective, il nous semble utile ici de rapporter les circonstances dans lesquelles deux emprunts ont été émis, cette description pouvant préciser les enjeux du sujet.

### *Moulinex*<sup>9</sup>

"Depuis l'annonce du nouveau plan de restructuration, en juin 1996, consécutif à celui de

---

<sup>8</sup> En accord avec la formulation du sujet, cette étude est limitée aux emprunts soumis (conventionnellement, et non par application d'une loi française d'ordre public à un emprunt étranger) au droit français. Il sera fait autant que possible des comparaisons avec le droit américain, dans la mesure où elles sont éclairantes.

1994, nous devons faire face à la défiance de certains de nos banquiers et à une certaine inquiétude de la part de nos actionnaires", explique Michel Ybert, vice-président exécutif de Moulinex.<sup>10</sup> Ce nouveau plan de restructuration avait en particulier conduit le groupe à donner en nantissement ses créances commerciales pour obtenir de ses banques la consolidation de 1,2 milliards de francs de lignes de crédit sous forme de crédit syndiqué. Moulinex avait également lancé une augmentation de capital qui avait dû être limitée à 525 millions de francs car les actionnaires du groupe ne souhaitaient pas être fortement dilués. Au terme de ces deux opérations, "il restait encore 300 millions de francs à trouver pour sécuriser à moyen terme le financement du groupe"<sup>11</sup>. Les dirigeants se sont donc tournés vers un financement obligataire.

### *Neopost*<sup>12</sup>

L'émission Neopost est intervenue dans le cadre d'une acquisition de l'intégralité de son capital par BC Partners, par une opération de *leverage buy out* ("LBO"). Le prix d'acquisition était fixé à 1,6 milliards de francs pour l'ensemble des actions Neopost, mais l'acquéreur s'engageait également à refinancer l'ancienne dette d'acquisition qui s'élevait encore à 900 millions de francs, et à prendre en charge le passif de certaines filiales. BC Partners devait donc réunir au total 2,65 milliards de francs. La structuration de l'emprunt a été intégralement confiée à une banque, Morgan Stanley Dean Witter, qui a choisi un financement reposant pour partie sur un crédit bancaire et pour partie sur des obligations à haut rendement. Les dirigeants de l'acquéreur, BC Partners, souhaitaient d'une part obtenir le coût de financement le plus bas possible, d'autre part pouvoir éventuellement rembourser leur dette par anticipation, et enfin que le financement n'aboutisse pas à une dilution de leur part de capital.

### Démarche et remarques préliminaires

Les développements qui suivent sont pour la plupart circonscrits à la théorie juridique et ne font que de rares excursions vers la pratique. Il ne s'agira nulle part d'expliquer comment faire une obligation à haut rendement, comment structurer l'opération, ou pourquoi tel montage est plus

---

<sup>9</sup> Date d'émission : 15 juillet 1997 ; Montant : 300 millions de francs ; Coupon : Pibor 3 mois + 2,1% .

<sup>10</sup> Cité par F. Vidal, *Option Finance*, n°463, 25 août 1997, p. 18.

<sup>11</sup> *Idem*

<sup>12</sup> Date d'émission: 19 septembre 1997 ; Montant : 500 millions de francs ; Coupon : Pibor 6 mois + 2<sup>3/8</sup> %.

avantageux qu'un autre financement, bien que ce soit finalement la préoccupation de la plupart des acteurs en la matière, juristes ou financiers. La raison à cela est d'abord un manque de compétence : un praticien serait bien plus à même de rédiger un tel sujet. D'autre part, il nous semble que l'enjeu du sujet a été conçu dès le départ comme l'identification des problèmes juridiques que peut poser une obligation à haut rendement du moment de son émission jusqu'à son terme. Des exemples pratiques seront utilisés lorsqu'ils illustrent un problème juridique discuté.

D'autre part, une lacune sera probablement vite soulevée : le traitement fiscal de l'obligation à haut rendement. Si cette question est évidemment d'une importance cruciale, on ne la traitera néanmoins que très superficiellement, du fait que ce mémoire est rendu dans le cadre du cours de Droit Financier et Boursier, et après avoir discuté de la question avec mon Maître de mémoire, Hubert de Vauplane. Par conséquent les questions fiscales ne seront jamais l'objet *principal* de la réflexion.

De même, on s'étonnera certainement de ne voir nulle part discutée la question de l'appel public à l'épargne. Mais d'une part cette question ne pose pas de problèmes particuliers aux obligations *high yield* : les critères de l'appel public et les exigences qui y sont associées sont communes à toutes les obligations et aux autres valeurs mobilières. D'autre part, l'appel public est extrêmement rare sinon inexistant en matière d'obligations à haut rendement du fait de la sophistication de cet instrument pour des investisseurs "non qualifiés"<sup>13</sup>.

Enfin, on peut reprocher à cette étude d'être très parcellaire: de nombreux problèmes juridiques concernant les obligations ne sont pas traités. Nous pensons pouvoir justifier ce choix par l'énoncé même du sujet : "Les obligations à *haut rendement*". Ne seront donc traités que les problèmes juridiques particuliers aux obligations à haut rendement. Au risque de donner une impression de pièces manquantes dans le puzzle, l'ambition n'était pas de mener une étude exhaustive du régime des obligations.<sup>14</sup>

## Justification du plan

---

<sup>13</sup> A ce propos, on peut faire remarquer que l'accès à l'information (en particulier les prospectus et les contrats de placement) a été rendu d'autant plus difficile que les prospectus et les bilans des émetteurs ne sont pas rendus disponibles au public par le biais de la réglementation de l'appel public à l'épargne, puisque toutes les émissions *high yield* sont des placements privés.

<sup>14</sup> Pour une telle étude, voir l'ouvrage collectif de J-P Bouère, P Dérouin, J-M Desaché, A Duhamel, E Malinvaud et H de Vauplane, Titres et emprunts obligataires, Banque Editeur, 1998, p. 104.

L'acuité des questions concernant les obligations apparaît en période de difficultés financières. Lorsque la situation financière de l'entreprise est stable, l'obligation est un placement à rémunération fixe, d'apparence tout à fait ennuyeux... Mais les défaillances d'émetteur ne sont ni des cas d'école ni des événements rares. On l'a vu avec les nombreuses faillites de caisses d'épargne américaines au début des années 90. Cependant d'autres exemples se présentent, plus proches et moins spécifiques à l'économie américaine. Ainsi la troisième plus grande compagnie canadienne, la société d'assurance Confederation Life, avait procédé en janvier 1993 à l'émission d'euro-obligations subordonnées sur les marchés belge et luxembourgeois<sup>15</sup>. A la suite de pertes dues à son portefeuille immobilier et hypothécaire, Confederation Life fut mise sous administration judiciaire par décision du tribunal de l'Ontario en août 1994, sans que nombre de petits porteurs belges notamment puissent être remboursés. Il s'agissait là d'une société dont le rating, avant que ses premières difficultés financières n'apparaissent, était excellent (AA- chez Standard & Poor's).

Par ailleurs, suite à la crise financière asiatique, l'année 1998 a connu un niveau de défaillance très élevé. Avec 54 sociétés n'ayant pu assurer le versement de coupons au 1<sup>er</sup> semestre 1998, le niveau de défaut de paiement a doublé par rapport à la même période en 1997<sup>16</sup>.

Pour des émissions *high yield*, la question du risque de défaillance est encore plus cruciale, du fait que la solvabilité de l'émetteur n'est pas certaine, dès le moment de l'émission. Ainsi "si le taux moyen de défaillance sur cinq ans des entreprises notées BBB- par Standard & Poor's - niveau à partir duquel une émission obligataire est assimilée à une high yield bond -, n'atteint que 3,21%, il s'élève à 29,16% pour les émetteurs notés B-"<sup>17</sup>.

Dans cette perspective, le rôle de prévention du juriste devient crucial : il dispose d'armes juridiques pour limiter les risques de défaut de paiement, et par conséquent contribuer à un meilleur placement de l'instrument sur le marché. En cas de difficultés financières, l'émetteur ne doit pas pouvoir invoquer une quelconque nullité ou illégalité de l'emprunt ou des conditions de l'émission. La première arme est donc d'assurer un fondement certain en droit aux dispositions du contrat. D'autre part, en cas de difficultés financières, les souscripteurs doivent pouvoir bénéficier de certaines garanties. Ici toute la créativité du juriste est utile pour assurer le paiement alors que les ressources de l'émetteur sont limitées: garanties "de droit" classiques et aussi garanties "de fait"

---

<sup>15</sup> Cf. H. de Vauplane, Chronique financière et boursière, Banque et Droit n° 53, mai-juin 1997.

<sup>16</sup> Voir "Bond defaults double in year", Financial Times, July 21, 1998.

<sup>17</sup> N. Andermahr, Option Finance, Juin 1998.

(montage financier) doivent être élaborées pour répondre au mieux au besoin des créanciers, que l'emprunt soit privilégié ou subordonné à une dette senior.

Par conséquent, il convient d'abord d'établir la nature juridique des obligations à haut rendement<sup>18</sup>, pour connaître les qualifications juridiques possibles dans le contrat. La première étape sera de déterminer l'environnement juridique dans lequel l'obligation *high yield* prend naissance : contrat? droit des sociétés? droit du crédit? La deuxième question est plus précise : il s'agit de décider si l'obligation a une nature de prêt d'argent et dépend à ce titre de la réglementation sur l'usure. Ensuite, nous étudierons le régime juridique de l'obligation à haut rendement en décrivant le droit applicables à ses deux composantes caractéristiques: le taux d'intérêt et les garanties.

## **I Nature Juridique : le financement obligataire à haut rendement et le droit des contrats**

Deux perspectives opposées sont pertinentes dans la recherche de la nature juridique de l'obligation à haut rendement. La première est très distante : il s'agit de définir les contours de l'institution, au croisement du droit des contrats, du droit financier, du droit des sociétés et du droit de la faillite. La seconde est au contraire très précise : l'obligation à haut rendement s'apparente-elle juridiquement à un prêt d'argent ?

### **A Le cadre juridique : entre relation contractuelle et institution sociétaire**

L'enjeu de la détermination de la nature juridique n'est pas académique. Il est crucial en pratique : seule la recherche de l'exacte nature de l'emprunt obligataire permet de délimiter la loi applicable, et en particulier les dispositions *impérativement* applicables à l'emprunt. Les conflits de lois envisageables sont à la fois des conflits de droit substantiel<sup>19</sup> et des conflits de lois dans l'espace<sup>20</sup>.

---

<sup>18</sup> A nouveau, il s'agit là encore d'étudier les caractéristiques propres aux obligations à haut rendement, et non de dresser un tableau de la nature des titres obligataires en général.

<sup>19</sup> Doit-on appliquer les règles de droit civil ou de droit commercial ? Les conditions de validité de telle composante de l'opération relèvent-elles du droit bancaire ou du droit des sociétés ? etc.

<sup>20</sup> Entre une loi du contrat et une loi de l'émetteur différentes, laquelle doit prévaloir? Dans quelle mesure la loi de la

Or du fait de la nécessité d'émettre des titres susceptibles d'intéresser le plus d'investisseurs possibles, les émissions d'obligations à haut rendement entraînent d'une part un plein exercice de la liberté contractuelle des parties et de leur créativité juridique, et d'autre part relèvent le plus souvent d'un environnement très international, au moins pour le placement des titres.

La recherche de la nature juridique des obligations à travers leurs caractéristiques essentielles (1), permet de tracer le contour des dispositions impérativement applicables aux emprunts obligataires (2).

### Recherche de définition

La loi n°66-537 du 24 juillet 1966 *sur les Sociétés Commerciales* (ci-après "la Loi de 1966") n'apporte pas une grande aide dans la définition juridique de l'obligation. Le plan de la loi indique que l'obligation est une valeur mobilière, dans la mesure où la section "Obligations" est la troisième section du Chapitre V relatif aux "Valeurs mobilières émises par les sociétés par actions". L'article 284 de la loi, le premier de la section relative aux obligations, pose succinctement que

"Les obligations sont des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale".

On sait par ailleurs qu'aucun texte législatif ne définit la notion de valeur mobilière ou même la catégorie plus large des instruments financiers, si ce n'est l'énumération qu'en fait l'article 1<sup>er</sup> de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 dite de *Modernisation des Activités Financières*, et l'article 1<sup>er</sup> de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 *relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières portant création des fonds communs de créances* qui dispose :

"Sont considérés comme valeurs mobilières pour l'application de la présente loi les titres émis par des personnes morales publiques ou privées, 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."

Force est donc de se tourner vers les études doctrinales pour attribuer un cadre juridique plus précis à la notion d'obligation.

---

place boursière peut-elle être applicable à l'emprunt si la loi d'autonomie est étrangère ? etc.

Partons d'une définition apparemment simple, donnée par Alice Pézard<sup>21</sup> :

"Les obligations sont des *valeurs mobilières* émises sous forme de *titres négociables* en vue de financer les investissements engagés par la société émettrice. Les porteurs d'obligations sont créanciers de l'émetteur qui s'engage à rembourser le *prêt* accordé dans des délais et à des conditions précisées dans le *contrat d'émission*. "

Cette définition fait apparaître dès le premier abord le caractère dualiste de l'obligation, à la fois contrat et institution du droit des sociétés. Il est posé comme une évidence que l'obligation est un "prêt", mais aussi qu'elle est une "valeur mobilière" et un "titre négociable".

### *Prêt*

La qualification de prêt pose un problème qu'on abordera plus en détail dans le paragraphe suivant. En effet classiquement le prêt est un contrat nommé réglementé par les articles 1905 et suivants du Code civil. La seule alternative à ce régime civiliste du prêt est la soumission à la réglementation sur le crédit commercial, c'est-à-dire essentiellement la loi du 24 janvier 1984 *relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit*. Or, si l'obligation est à l'évidence une opération de crédit, il est impossible de faire coïncider les caractéristiques d'un emprunt obligataire avec le régime du prêt, même commercial.

### *Titre Négociable : transmissibilité de l'obligation*

Les articles 1689 à 1701 du Code civil régissent le droit commun de la cession de créance. Mais ici l'obligation se distingue encore du prêt de droit commun par son mode de transmission. En effet, l'obligation est un titre négociable et c'est là une de ses caractéristiques essentielles. Si la créance du porteur contre l'émetteur n'est pas librement négociable, elle n'a pas la nature d'une obligation (art 284 de la loi de 1966)<sup>22</sup>.

"Négociation" est le nom technique d'un type de transmission de créance qui déroge au droit commun. Les titres négociables ont été imaginés par le droit commercial : le besoin de rapidité et de sécurité que ressent le monde des affaires s'accommodait mal de la cession classique, à la fois trop formaliste et trop incertaine quand à la solidité du droit transmis. Les titres négociables sont

---

<sup>21</sup> JCL Sociétés; Fasc 1870, Obligations, Généralités – Emission – Souscription; Alice Pézard; 2/2000.

<sup>22</sup> Cf. Sociétés commerciales, J. Hémar, F. Terré et P. Mabilat, Dalloz, 1978, p. 101: "Les créances qui ne revêtent pas la forme de titres au porteur ou de titres nominatifs ne sont pas des obligations et la loi de 1966 ne s'applique pas, lorsque sont émis des titres seulement cessibles, conformément aux dispositions de l'art 1690 du Code civil."

essentiellement les valeurs mobilières et les effets de commerce. Ni la loi ni la jurisprudence ne définissent ce qu'on doit entendre par titre négociable<sup>23</sup>.

Les titres négociables peuvent revêtir trois formes : titre à ordre (la lettre de change), titre nominatif et titre au porteur. Depuis l'entrée en vigueur des dispositions relatives à la dématérialisation, les obligations sont des titres inscrits dans des comptes ouverts au nom de leurs titulaires. Elles ont la forme de titres au porteur, lorsqu'ils sont inscrits en compte chez un intermédiaire financier habilité, l'émetteur n'ayant alors ouvert dans ses comptes qu'un poste "actions au porteur" correspondant au total de ce type d'actions. Elles ont la forme de "titres nominatifs purs" lorsque l'inscription en compte est tenue par l'émetteur. Enfin, lorsque l'émetteur charge un intermédiaire habilité de gérer son compte, les obligations prennent la forme de "titres nominatifs administrés". Leur transmission se fait par simple virement de compte à compte.

**L'inopposabilité des exceptions** est la conséquence fondamentale à tirer du caractère négociable des obligations. Si cette inopposabilité des exceptions est le plus souvent associée à la problématique des effets de commerce (lettre de change, billet à ordre...), elle bénéficie néanmoins aussi aux valeurs mobilières et donc aux obligations. On peut même considérer<sup>24</sup> que "ce qui [la négociabilité] n'était, à l'origine, pour les effets de commerce qu'une technique simplifiée de transmission de droits entre commerçants, relève, dans le cas des valeurs mobilières, de l'essence même de ces titres, puisqu'il ne s'agit plus de moyens de paiement, mais d'instruments de financement dont le champ d'émission est plus étendu et qui ont vocation à être largement traités sur un marché financier, où se rencontrent fournisseurs et utilisateurs de capitaux."

Ainsi, le principe d'inopposabilité des exceptions est nécessairement applicable à la transmission de titres obligataires, bien que les textes n'en disent rien.

*Valeur mobilière : caractère collectif et non négocié de l'obligation*

L'autre caractéristique essentielle de l'emprunt obligataire dérive également de la nature de valeurs mobilières des titres : l'emprunt est collectif et indivisible, et de cela résulte la fongibilité

---

<sup>23</sup> JCL Sociétés, Fasc 1870, Obligations (Généralités – Emission – Souscription), Alice Pézard, #65.

<sup>24</sup> Titres et emprunts obligataires, J-P Bouère, P Dérouin, J-M Desaché, A Duhamel, E Malinvaud et H de Vauplane, Banque Editeur, 1998, p. 104.

des titres. L'émetteur s'adresse à une collectivité d'investisseurs, dont la situation juridique, à partir de la souscription, est régie par les mêmes dispositions contractuelles, applicables à des titres identiques. Il n'y a pas de négociation du crédit, des conditions de l'emprunt, entre la société et les investisseurs. La négociation des conditions de l'émission a lieu entre la société et l'établissement de crédit chef de file pendant la rédaction du contrat d'émission et du contrat de placement. A partir de la signature de ces contrats, les titres sont émis. Ils sont autonomes et indépendants, et les droits et obligations qui y sont attachées sont strictement identiques pour chaque porteur.

L'émission est ainsi placée sous le **principe de l'égalité**. Chaque obligation, dès lors que sa valeur nominale est égale à celle des autres obligations, confère à son titulaire strictement les mêmes droits qu'aux autres souscripteurs. Cette caractéristique de l'emprunt obligataire est essentielle. Elle fait d'ailleurs l'objet de dispositions pénales. L'article 471-1° de la loi de 1966 punit d'une amende de 60 000 F les dirigeants d'une société par action qui auront émis, pour le compte de cette société, des obligations négociables qui, dans une même émission, ne confèrent pas les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale. La sanction peut être alourdie lorsque l'infraction a été commise frauduleusement (art 477 de la loi de 1966). La nullité de l'emprunt semble même envisageable sur la base de l'article 360 alinéa 2 de la loi de 1966, tant le principe d'égalité est impératif. Ainsi, le droit des sociétés encadre rigoureusement l'emprunt obligataire, ce qui amène à distinguer ce dernier du prêt du droit civil et commercial.

Ce dispositif législatif vise évidemment à protéger les porteurs d'obligations, créanciers réunis en une masse organisée. Mais l'autonomie et la fongibilité des titres obligataires est également nécessaire au fonctionnement des marchés de capitaux. La seule détention d'un titre obligataire doit procurer à son titulaire "la propriété de la créance et la connaissance immédiate et complète de sa teneur"<sup>25</sup>.

Conséquence de la nature juridique : tentative de délimitation des dispositions impérativement applicables.

---

<sup>25</sup> J. Terray, La titrisation des crédits, Dictionnaire Joly Bourse et produits financiers, t. III, mise à jour le 31 octobre 1997.

De sa parenté avec le prêt, ou du moins l'opération de crédit, l'obligation tire une solide attache contractuelle. Et le financement obligataire à haut rendement est celui qui implique le plus pour les parties d'utiliser leur liberté contractuelle pour négocier les termes du contrat<sup>26</sup>. Les "junk bonds" naissent toujours dans des situations financières tendues, où chaque partie veut exploiter pleinement sa liberté contractuelle pour obtenir le plus de droits possible. Néanmoins, trois séries de contraintes semblent être incontournables.

D'abord, comme on l'a vu, l'emprunt obligataire est essentiellement une institution du droit des sociétés (et ce dans tous les droits nationaux). Il est par conséquent rigoureusement encadré du point de vue de son élaboration, de sa souscription, de ses conditions de validité etc. C'est donc d'abord dans le droit des sociétés, en France la loi du 24 juillet 1966, que les parties à l'emprunt vont trouver le plus de dispositions contraignantes.

Ensuite, le droit commercial et plus généralement certains dispositifs dits d'ordre public économique trouvent à s'appliquer et restreignent la liberté contractuelle des parties. Or le financement obligataire touche à plusieurs domaines relevant traditionnellement de l'ordre public : appel public à l'épargne et protection des marchés, opérations sur les monnaies (contrôle des changes jusqu'à une période récente), mais aussi réglementation relative à l'usure, à l'indexation des prix, ou droit fiscal.

Enfin, il faut également envisager l'emprunt obligataire contracté dans un environnement international. L'existence d'un élément d'extranéité complique passablement le tableau des lois applicables. La problématique de la loi applicable et des éventuels conflits de loi est directement issue de la dualité de nature de l'obligation. L'emprunt obligataire est un ensemble contractuel complexe, composé d'éléments contractuels et d'éléments institutionnels, ce qui peut aboutir à faire coexister par exemple une *lex contractus* et une *lex societatis* différentes.

De plus, aux dispositions impératives de la loi nationale applicable s'ajoutent les dispositions dites d'*ordre public international* d'une loi d'un autre Etat concerné par l'emprunt. L'ordre public international, au sens du droit international privé français est l'ensemble des normes juridiques nationales impérativement applicables à une situation juridique, même lorsqu'elle n'est pas régie par cette loi nationale. De manière générale, l'ordre public international est plus restreint que l'ordre public interne, c'est-à-dire les normes juridiques impérativement applicables à une

---

<sup>26</sup> A nouveau, ce n'est pas le prêteur (obligataire) mais l'établissement de crédit chef de file qui négocie les conditions de l'émission au bénéfice des futurs investisseurs, car il souhaite le succès du placement.

situation juridique régie par la loi nationale. Le jeu de l'ordre public international dans le cadre d'un emprunt obligataire n'est pas une question nouvelle. D'ailleurs, la même problématique s'applique à toute opération de crédit. Pourtant, les contours exacts de la notion et l'étendue de ces dispositions "impératives" ne sont pas clairement déterminés, ni en doctrine ni en jurisprudence. La cour de cassation a rendu en 1950 un arrêt<sup>27</sup> dont l'interprétation est difficile, malgré l'énoncé d'une définition:

"Est international, en ce qu'il implique un double mouvement de fonds de pays à pays, l'emprunt obligataire en monnaie étrangère contracté en pays étranger par une société française ayant son siège en France, avec stipulation que les coupons et les titres amortis seront payables sur des places étrangères."

L'arrêt poursuit sur l'ordre public international:

"Il appartient aux parties, en un tel contrat, de convenir, même contrairement aux règles impératives de la loi interne appelée à régir leur convention, une clause valeur-or dont la loi française du 25 juin 1928 reconnaît la validité, en conformité avec la notion française de l'ordre public international."

Ainsi l'ordre public international est effectivement plus restreint que l'ordre public interne.

En 1975, F-Ch Jeantet a publié un article<sup>28</sup> encore tout à fait d'actualité sur la question. Il remarque que "le juriste est placé devant une double question : celle de la définition de l'obligation en droit français et celle de la "qualification" d'un document étranger qui porte un nom étranger (par exemple : *bonds, debentures, notes...*) et qui est soumis généralement, en vertu de clauses conventionnelles expresses si ce n'est de plein droit, à la loi en vigueur au lieu de l'émission. Or cette émission, notamment pour des raisons fiscales a lieu hors de France." La qualification d'un instrument de dette "d'obligation" au sens de l'art 284 de la loi de 1966 aurait pour effet essentiel d'entraîner les sujétions dues à la présence de la masse des obligataires (art 293 et s. de la Loi de 1966). Cependant, cette contrainte est inopérante car l'art 339 de la Loi de 1966 dispose que les "emprunts émis à l'étranger par des sociétés françaises" ne sont pas soumis aux dispositions relatives à l'organisation des créanciers en une masse, à moins d'une clause expresse du contrat. Ce qui permet à F-Ch. Jeantet de conclure : "En définitive, la portée de la qualification "d'obligations" d'après la loi française, qui pourra être donnée à des titres émis à l'étranger, est assez limitée." Cette opinion semble toujours valable aujourd'hui, si ce n'est les contraintes issues de la "loi de la bourse" dans un placement d'obligations international, qui peuvent être substantielles. Cependant, cette

---

<sup>27</sup> Civ, 21 juin 1950, D 1951, p.749, note J. Hamel.

<sup>28</sup> F-Ch. Jeantet, *Emprunts français à l'étranger: Domaines réservés à la loi française*, JCP 1975, 11708.

source de dispositions impératives reste discrète à l'égard des obligations à haut rendement, dans la mesure où ces dernières ne font qu'exceptionnellement, si ce n'est jamais, appel public à l'épargne.

## **B L'obligation a-t-elle une nature de prêt d'argent ? : la question de l'usure.**

### Introduction et enjeu

L'obligation est-elle un prêt d'argent au sens civil et commercial? La question a un enjeu pratique essentiel : elle détermine l'applicabilité de la réglementation sur **l'usure**. En effet la loi de 1966 relative à l'usure<sup>29</sup> soumet la rémunération des crédits à une règle générale de limitation. Elle définit des limites supérieures qu'aucune rémunération d'un prêt ne doit franchir, sous peine de restitution des perceptions excessives et de sanction pénale. Si son domaine de prédilection porte sur les crédits bancaires, la loi a néanmoins une portée très générale<sup>30</sup>.

Or, en matière d'obligations à haut rendement, la limitation du niveau de la rémunération a une acuité particulière. En effet, la limitation du taux d'intérêt revient à interdire l'émission d'obligations à des sociétés fragiles financièrement, mais auxquelles leurs dirigeants attribuent de bonnes perspectives de croissance. Pourtant, comme on l'a mentionné en introduction, l'emprunt obligataire, s'il est suffisamment rémunéré pour attirer des investisseurs pourrait devenir un moyen de financement privilégié pour les sociétés à fort potentiel<sup>31</sup>, par exemple dans les domaines de la recherche médicale, biologique et génétique, des technologies de l'information et de la communication, de l'informatique etc. Ainsi, le dispositif législatif contre l'usure peut aboutir, dans ce type de situation, à empêcher un financement obligataire, faute de pouvoir servir un intérêt suffisant pour attirer des investisseurs.

La question devient alors de déterminer si un objectif d'intérêt général, d'ordre public économique, de protection des épargnants, etc..., justifie en opportunité une telle limitation du taux

---

<sup>29</sup> Loi n° 66-1010 du 28 décembre 1966 *relative à l'usure, aux prêts d'argent et à certaines opérations de démarchage et de publicité*, et décret n° 67-226 du 21 mars 1967 *relatif à l'application de l'article 1<sup>er</sup> de la loi n.66-1010 du 28 décembre 1966*.

<sup>30</sup> Voir notamment M. de Juglart et B. Ippolito, *Traité de droit commercial*, Tome 7, Banques et Bourses, 3<sup>ème</sup> édition, n° 227, p. 270.

<sup>31</sup> Limite : ne pas oublier que l'émetteur doit en tout état de cause respecter la condition de deux ans d'ancienneté.

d'intérêt dans le cas particulier de l'emprunt obligataire.

On peut douter de l'opportunité de cette limitation si on prend en compte l'esprit de la prohibition de l'usure. L'objectif de la loi du 28 décembre 1966 prohibant l'usure est en effet essentiellement de protéger les “ faibles ” emprunteurs contre les “ puissants ” prêteurs. Ce rapport de force est en pratique de loin le plus fréquent dans la vie économique. Les prêts accordés par les établissements de crédit, en particulier ceux destinés aux particuliers ou aux petites et moyennes entreprises, sont typiquement des contrats d'adhésion, dans lesquels la liberté de négociation de l'emprunteur est toute théorique. D'où la nécessité de protéger ce dernier en limitant le taux d'intérêt par un plafond et en exigeant une transparence totale sur le coût effectif de l'emprunt. C'est là l'objet de la loi du 28 décembre 1966 “ relative à l'usure, aux prêts d'argent et à certaines opérations de démarchage et de publicité ”. En plus de limiter le taux de rémunération, elle pose des exigences d'information, notamment l'indication du taux effectif global de l'emprunt dans le contrat de prêt. D'ailleurs, et c'est tout à fait symptomatique, cette loi figure aujourd'hui aux articles L 313-1 et suivants du Code de la consommation.

Quel est alors le lien entre cet objectif législatif et un emprunt obligataire?

Dans le cas de l'émission d'obligations, l'emprunteur est une société anonyme qui a plus de deux ans et dans laquelle les dirigeants ont suffisamment confiance pour souhaiter lever des fonds. C'est l'emprunteur qui dicte les termes du prêt et rédige le contrat de souscription et le prospectus avec l'aide de conseils juridiques et d'une banque d'affaires. Sa seule contrainte est d'accorder des conditions financières suffisamment intéressantes pour que le placement des titres soit réussi. Quelle est alors la pertinence d'un dispositif destiné à limiter le taux servi et à garantir que l'emprunteur connaît l'ampleur exacte de son engagement? On voit bien que la loi sur l'usure n'a pas une vocation naturelle à s'appliquer à l'emprunt obligataire, au moins d'un point de vue téléologique.

Reste alors à trouver des arguments juridiques pour confirmer cette “ intuition ” de non applicabilité de la loi sur l'usure aux obligations à haut rendement.

Bien que les auteurs considèrent traditionnellement que les obligations sont soumises à la

réglementation sur l'usure, sans du reste s'étendre beaucoup sur les raisons de cette applicabilité (1), nous chercherons des arguments pour nuancer cette opinion et montrer que certains traits distinctifs des obligations à haut rendement pourraient les faire sortir du champ d'application de la loi sur l'usure ( 2).

La réponse traditionnelle : le financement obligataire est un prêt d'argent soumis aux dispositions sur l'usure

Si elle n'a jamais été, à notre connaissance, tranchée par les tribunaux, la question de l'applicabilité de la loi sur l'usure aux emprunts obligataires trouve dans une majorité de la doctrine une réponse positive lapidaire, aucun auteur ne s'expliquant longuement sur le sujet.

On citera pour exemple :

- J. Hémart, F Terré, P. Mabilat, Sociétés Commerciales, n° 170, p. 117 : “L'obligataire a droit, pendant la durée du prêt, à un intérêt calculé sur le montant nominal de l'obligation et dont le taux est fixé librement, **à condition de ne pas être usuraire, c'est-à-dire, aux termes de l'article 1<sup>er</sup>, alinéa 3, de la loi du 28 décembre 1966 sur l'usure ...**”
- Alice Pézard, JCL Sociétés, Fasc. 1870, Obligations – Généralités. Emission. Souscription, n° 115 :  
“ L'emprunt obligataire est un prêt à intérêts contracté par une société commerciale. L'emprunt a donc un caractère commercial pour la société. **Il est limité par les lois sur l'usure (L. n. 66-1010, 28 déc. 1966 : JO 29 déc. 1966).**”
- Anne Bougnoux, JCL Banque et Crédit, Fasc. 1895, Obligations – Droits, devoirs et protection des obligataires, n° 21 :  
“Le taux de l'intérêt est libre puisqu'il s'agit d'un intérêt commercial, l'emprunt étant fait par une société de commerce pour les besoins de son activité, **sous réserve des dispositions de la loi relative à l'usure.**”
- Jacques Dubos, JCL Banque et Crédit, Fasc. 510, *Intérêts et Commissions – Fixation des intérêts*, n. 47 à 54 : l'auteur insiste sur l'étendue très large de la loi sur l'usure puis cite trois

conventions échappant à la législation sur l'usure : les engagements par signatures, la vente à réméré et le crédit-bail. Les obligations ne figurent pas dans la liste.

- B. Ippolito et M. de Juglart, Traité de droit commercial, Tome 7 *Banques et Bourses*, p. 270, "la loi sur l'usure a une portée gale et régit tous les 'prêts d'argent'"

On constate que si ces auteurs semblent catégoriques sur l'applicabilité des dispositions relatives à l'usure, ils ne s'étendent pas sur les raisons de cette applicabilité, ni sur la nature de l'obligation en tant que prêt d'argent. L'emprunt obligataire ne trouve nulle part sa place dans les études doctrinales sur le prêt : ni au sein du régime du prêt civil<sup>32</sup>, ni dans le tableau des opérations de crédit effectuées par les établissements bancaires<sup>33</sup>, ni dans les études sur les obligations elles-mêmes. Il semble ainsi que la nature de prêt d'argent de l'obligation soit évidente et implicite, et rende évidente aussi l'applicabilité de la loi sur l'usure.

Il est vrai que la loi est rédigée en termes très généraux. Son article 1<sup>er</sup>, qui figure aujourd'hui dans le Code de la consommation<sup>34</sup>, dispose :

“ Constitue un prêt usuraire tout prêt conventionnel consenti à un taux effectif global qui excède, au moment où il est consenti, de plus du tiers, le taux effectif moyen pratiqué au cours du trimestre précédent par les établissements de crédit pour des opérations de même nature comportant des risques analogues, telles que définies par l'autorité administrative après avis du Conseil national du crédit. ”

Il est difficile de contester la nature de “ prêt conventionnel ” de l'obligation : l'émetteur contracte bien un emprunt auprès des souscripteurs, pour financer ses investissements, et s'engage à rembourser le principal (ou plus que le principal) et à verser des intérêts dont le taux est préétabli dans le contrat d'émission. Quant aux obligataires, ils consentent à mettre leurs ressources à la disposition de la société, dans le but de recevoir une rémunération. Cette relation est bien qualifiée en droit de “ prêt d'argent ”.

## Recherche d'une qualification moins rigide

---

<sup>32</sup> Articles 1905 à 1908 du Code civil.

Voir par exemple l'étude de J. Huet, Les principaux contrats spéciaux, L.G.D.J., 1996, *Titre II, Le prêt*, p. 811 à 920.

<sup>33</sup> Voir par exemple l'étude de M. de Juglart e B. Ippolito, Traité de Droit Commercial, Banque et Bourses, tome VII, *Opérations de credit*, p. 260 à 490.

<sup>34</sup> Art L313-3 du Code de la consommation

Mais néanmoins, l'emprunt obligataire n'a-t-il pas, au moins dans certains cas, des caractéristiques distinctives essentielles, qui en font plus qu'un simple " prêt " ? Doit-il forcément être rattaché au régime du prêt au sens traditionnel ?

Les actions d'une société ne sont-elles pas une mise à disposition de fonds par les actionnaires au profit de la société, ne figurent-elles pas au passif du bilan en tant que dette envers les actionnaires, de même que les obligations sont des dettes envers les obligataires ? Les actions ne sont pourtant jamais considérées comme un prêt d'argent soumis aux dispositions du droit commercial relatives au crédit. Ne peut-on envisager une telle qualification " sui generis " pour les obligations ?

Bien sûr, il peut être immédiatement répondu que les actions ont une caractéristique bien particulière, qui les différencie tout à fait du prêt. Le " capital action ", avant d'être comptablement un prêt à la société, est d'abord un engagement de l'actionnaire, une prise de risque, le " risque du commerce ", en vue de récolter des bénéfices. Cet élément essentiel est étroitement associé au concept " d'action " et exclut définitivement les actions du domaine du prêt. Malgré l'évolution des marchés financiers, la multiplication des produits dits " hybrides " et la généralisation de l'épargne boursière, cette notion de risque associée au capital reste le point de départ de la réflexion. Ainsi, en droit américain, - pourtant souvent décrit comme plus souple sur cette question de qualification- dans un article consacré au problème de la distinction de plus en plus brouillée entre actions et obligations<sup>35</sup>, l'auteur commence sa démonstration par rappeler :

"The essential difference between a stockholder and a creditor is that the stockholder's intention is to embark upon the corporate adventure, taking the risks of loss attendant upon it, so that he may enjoy the chances of profit. The creditor, on the other hand, does not intend to take such risks so far as they can be avoided, but merely to lend his capital to others who do intend to take them."

Ainsi, la distinction fondamentale entre dette et capital reposerait sur la notion de risque.

En pratique, cette distinction sert à fonder deux différences de traitement juridique et fiscal entre les actions et les obligations qui intéressent particulièrement notre sujet :

- les sommes distribuées à titre d'intérêts d'obligation sont déductibles du résultat fiscal, à la

---

<sup>35</sup> David P. Hariton, *Essay: Distinguishing between Equity and Debt in the New Financial Environment*, New York University Tax Law Review, Spring 1994, 49 Tax L. Rev. 499

différence des dividendes distribués aux actionnaires ;

- le taux de rémunération des obligations semble être limité par les dispositions relatives à l'usure, à la différence de la distribution de dividendes, qui reste absolument libre.

Mais la distinction peut-elle être aussi simple et aussi formaliste ? Du point de vue du champ d'application des dispositions sur l'usure, ne peut-on pas utiliser précisément cette notion de risque pour justifier la non applicabilité de la loi ?

Pour se convaincre de l'ambiguïté de la notion de participation au risque de gestion en ce qu'elle sert à distinguer les *instruments de capital* des *instruments de dette*, il est utile de décrire certains instruments financiers.<sup>36</sup>

Que penser d'abord des obligations donnant accès au capital de l'émetteur ? Cette modalité de remboursement de l'obligation est expressément prévue par la Loi de 1966, sous la section “ *Autres valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres représentant une quotité de capital* ” (art L339-1 à L 339-7). En particulier, l'article 339-1 de la loi :

“ 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. ”

Le porteur ne prend-il pas de risque quand il accepte d'être remboursé en actions ? Pourquoi ce risque ne pourrait-il être rémunéré par un intérêt important, voire “ usuraire ” ? Comment expliquer dans le même temps que le droit aux dividendes d'un actionnaire est totalement libre, même quand il s'agit d'une action à dividende prioritaire sans droit de vote émise par une société dont l'assise financière est garantie ? On nous répondra certainement que la possibilité du paiement en actions, soit par conversion (des actions nouvelles sont émises au fur et à mesure du paiement) soit par échange (paiement avec des actions déjà existantes), quand elle est stipulée au profit de l'émetteur, est toujours fonction d'un seuil que le cours de l'action doit atteindre. En deçà du seuil, l'émetteur ne peut faire jouer l'option. Ainsi le risque du souscripteur

---

<sup>36</sup> Il convient de rappeler ici que chacun de ces types d'obligations décrit est susceptible d'être une “ obligation à haut rendement ”, et intéresse donc notre sujet, dans la mesure où cette qualification repose sur la notation de l'émetteur en termes de risque de crédit. Ainsi une émission d'obligations échangeables ou convertibles peut être une obligation à haut rendement, bien que la plupart des *high yield bonds* soient traditionnellement des obligations sèches.

est très limité et incomparable avec celui de l'actionnaire. Mais cette réfutation ne peut être accueillie en ce qui concerne les “ ORA ”, obligations remboursables en actions, qui ne laissent jamais la possibilité à l'obligataire de recevoir une somme d'argent comme remboursement. Or on sait depuis les arrêts *Métrologie International*<sup>37</sup> que les ORA sont bien soumises au régime juridique des obligations. La prise de risque est donc incontestable en l'espèce, et coexiste bien avec la nature d'obligation.

Que penser également de l'absence de risque dans le cas des obligations participantes ? Elles reçoivent le plus souvent un intérêt fixe et une partie variable calculée en fonction d'éléments se rapportant à l'activité de l'entreprise, tels que les bénéfices bruts ou nets, le chiffre d'affaires des entreprises, le total des ventes. Mais la valeur de remboursement du titre peut aussi être liée aux résultats financiers de l'émetteur. Ce type d'instrument n'est pas nouveau et leur validité juridique est assurée<sup>38</sup>. Est-il justifié de limiter la rémunération de ces instruments pour respecter la législation sur l'usure ? Et que penser si c'est le capital remboursé qui varie avec la marche de l'entreprise ? La législation sur l'usure pourrait limiter cette rémunération aussi, dans la mesure où elle prend en compte le taux *effectif* de l'emprunt. Pourtant il s'agirait bien là d'une prise de risque par l'obligataire. Justifie-t-elle forcément une moindre rémunération que la prise de risque de l'actionnaire ?

Les obligations indexées illustrent également la difficulté à faire coïncider la distinction action/obligation avec la distinction participation au risque ou pas. Le capital à rembourser est fonction d'un élément variable déterminé dans le contrat d'émission. Dans certaines émissions, le montant à rembourser est calculé en fonction de l'évolution du cours de bourse des actions de la société émettrice pendant une période déterminée<sup>39</sup> (voir par exemple les émissions Pinault-Printemps-Redoute, avis SBF n° 98-369 du 28 janvier 1998 ; Lagardère, avis SBF n° 98-1478 du 15 avril 1998). L'obligataire prend bien ici un risque, directement en relation avec la

---

<sup>37</sup> Trib. de Commerce de Nanterre, 13 septembre 1994 (Bull. Joly Bourse 1994, p. 590, note F. Peltier) et CA de Versailles, 2 novembre 1994, Association de défense des porteurs d'ORA c/ SA Métrologie International (RDBB, janvier-février 1995, n. 47, p. 31 et 32, M. Germain et M-A Frison-Roche).

<sup>38</sup> Cf. A Bognoux, JCL Banque et Crédit, Fasc. 1895, *Obligations – Droits, Devoirs et Protection des Obligataires*, n° 38 à 40 ; mais aussi : Lyon-Caen et Renault, *Traité de droit commercial*, 5<sup>ème</sup> éd. par Amiaud, Sociétés, t. II, n° 569 ; Zeller, *Les obligations à revenu variable*, thèse Nancy 1927 ; G. Desfossé, *Les formes nouvelles d'emprunts obligataires*, Banque 1955, p. 8 ; Cass. Req. 5 novembre 1895, DP 1897, 1, 113, note Thaller.

<sup>39</sup> B. Mercadal et Ph. Janin, *Memento Sociétés Commerciales Francis Lefebvre 2000*, n° 19508.

gestion de la société, et très proche du risque pris par l'actionnaire sur la plus-value de son titre. Comment justifier de limiter la rémunération de l'obligataire sur le fondement de la législation sur l'usure dans l'hypothèse où les bénéfices sont " trop " importants, alors que l'actionnaire peut recevoir un montant illimité de dividendes ?

Enfin, même dans le cas d'obligations *high yield* "sèches", avec un taux d'intérêt fixe ou variable en fonction d'un indice indépendant de l'activité de la société, le critère du "risque" se justifie difficilement. En effet comme on le verra ci-après, la dette obligataire à haut rendement est le plus souvent une dette subordonnée et une dette non sécurisée. Très généralement, les établissements bancaires créanciers de l'émetteur bénéficient d'une priorité de paiement en cas de liquidation judiciaire et sont garantis par des sûretés réelles ou personnelles. Par conséquent les obligataires sont entièrement dépendants des revenus de l'entreprise, un risque très proche de celui des actionnaires. De plus, un autre critère de distinction entre actions et obligations fréquemment invoqué est la participation, le droit de regard sur la gestion de la société et le droit à l'information, reconnus aux actionnaires. Or, comme nous le verrons également dans la suite des développements, les emprunts obligataires *high yield* sont caractérisés par certaines stipulations contractuelles regroupées sous le nom de "*covenants*". Ces *covenants* sont des clauses stipulées au profit des obligataires dans le but de compenser autant que possible l'absence de garantie et la subordination du prêt. Elles consistent d'une part à offrir des droits d'information aux obligataires proches de ceux accordés par la loi aux actionnaires, et d'autre part à fixer des ratios d'endettement que l'émetteur ne peut dépasser sans l'accord des obligataires, ou des limites chiffrées aux cessions d'actif permises sans accord des obligataires etc. Par conséquent, même dans le cas d'obligations *high yield* sèches, on peut difficilement soutenir que le critère du risque ou de la participation justifie la différence de traitement entre actions et obligations et notamment l'interdiction d'un service d'intérêt "usuraire".

L'ambiguïté du critère du risque dans la distinction action/obligation est encore accentuée quand on compare les obligations à haut rendement à des actions sans droit de vote à dividende prioritaire: comment soutenir que ces dernières sont plus risquées qu'une obligation high-yield ?

Reste encore à transformer ces constatations pratiques en arguments juridiques. Pour cela, un arrêt de la Cour d'appel de Paris du 11 mars 1967<sup>40</sup> semblait à prime abord décisif. La cour

---

<sup>40</sup> D.S 1967, p. 474 et JCP 1968, II, 15334, note H. B.

commence par refuser au contrat litigieux la nature de contrat de société en participation, au motif de l'absence d'intention de participation aux pertes. L'arrêt poursuit ainsi – et il nous semble utile ici de le citer de manière extensive :

“ Considérant cependant qu'un contrat nul en tant que contrat de société peut revêtir en réalité le caractère d'un autre contrat valable, notamment d'un prêt ; - Considérant que, sans doute, la rémunération d'un prêt consiste le plus généralement dans l'allocation au prêteur d'un intérêt fixe, mais que cette règle n'a rien d'impératif, et qu'**un prêteur peut stipuler, sans pour autant perdre cette qualité, soit un intérêt fixe, soit une participation au profit réalisé avec la somme prêtée, soit même une participation pour toute rémunération ; qu'il s'ensuit que le contrat par lequel [la défenderesse] a fourni [au demandeur], pour l'achat du fonds de commerce, une somme d'argent remboursable avant une date déterminée avec stipulation en plus de l'intérêt fixé, de la moitié de la plus-value du fonds après cinq années d'exploitation, présente les caractères d'un contrat de prêt ; - Considérant que [le demandeur] a soutenu que ce prêt tomberait sous le coup des dispositions du décret-loi du 8 août 1935, relatif à l'usure ; - Mais considérant que, l'importance et l'existence même de la seconde partie de la rémunération stipulée, dépendaient des circonstances économiques et des conditions d'exploitation du fonds acquis et que la rémunération d'un prêt, empreinte d'un caractère aléatoire, échappe à la répression de l'usure alors même que le taux de l'intérêt perçu dépasserait le taux d'intérêt pratiqué, dans les mêmes conditions, par des prêteurs de bonne foi. ”**

Le sens de cette décision, bien qu'elle ait été rendue sous le régime de l'ancienne réglementation relative à l'usure<sup>41</sup>, reste valable aujourd'hui sous l'empire de la loi du 28 décembre 1966, ainsi que le soutenait son commentateur, Henri Blin, dès la publication de l'arrêt<sup>42</sup>. Henri Blin était Président de chambre à la cour de cassation en 1966 et a publié un long commentaire de la loi du 28 décembre 1966 au moment de son entrée en vigueur<sup>43</sup>. On peut donc légitimement penser qu'il a commenté l'arrêt de la Cour d'Appel de Paris du 11 mars 1967 avec en perspective une connaissance détaillée du nouveau dispositif contre l'usure et de ses enjeux juridiques et pratiques.

---

<sup>41</sup> Décret-Loi du 8 août 1935 relatif à l'usure.

<sup>42</sup> H. Blin, JCP 1967, n° 15334: “ On pourrait être tenté de penser que [la décision] ci-dessus rapportée ne présente plus qu'un intérêt purement rétrospectif, depuis que la loi du 28 décembre 1966 sur l'usure, en abrogeant tous les textes antérieurs sur l'usure, est venue poser des règles entièrement nouvelles dans ce domaine (...). Une telle déduction (...) ne serait pas exacte. Certes la loi nouvelle, considérée dans son application aux seuls prêts d'argent, a fait disparaître un certain nombre de difficultés inhérentes à l'incertitude même de la législation antérieure (...). Elle n'a pas mis fin, pour autant, à d'autres problèmes, et spécialement à celui que pose la nature même des conventions incriminées, et dans beaucoup de cas leur qualification. (...) Et il est certain que, sous l'empire de la loi nouvelle, comme par le passé, ce sera aux juges qu'il appartiendra de déterminer, selon les circonstances, et d'après les éléments de fait dont ils disposent, si les conventions qui leur sont soumises ne recèlent pas, en réalité, et malgré la dénomination que leur ont assignée les parties, un contrat usuraire. C'est pourquoi [l'arrêt ci-dessus rapporté] nous paraît, même pour l'avenir, présenter un intérêt certain, la jurisprudence élaborée sous l'empire de la législation ancienne conservant, à cet égard, toute sa valeur. ”

<sup>43</sup> H. Blin, *Le délit d'usure. L'activité de certains intervenant entre prêteurs et emprunteurs ; le démarchage et la publicité en matière de prêts d'argent et de certains placements de fonds et financement de vente à tempérament*

Il approuve l'arrêt sans réserve.

En l'espèce, la défenderesse avait prêté une somme d'argent au demandeur en vue de l'acquisition d'un fonds de commerce. Le prêt était remboursable dans un délai de cinq ans et portait intérêt à 10%. Mais le contrat, intitulé par les parties " association en participation ", stipulait en plus que la prêteuse demeurerait intéressée sur le prix de la revente du fonds et recevrait, en raison du service rendu aux emprunteurs, cinquante pour cent de la plus-value lors de la revente du fonds. L'emprunteur a par la suite assigné sa bailleuse de fonds en annulation de leur association au motif d'une part qu'elle ne prévoit aucune contribution aux pertes par la prêteuse, et d'autre part qu'elle dissimule un prêt usuraire.

La Cour d'appel de Paris annule en effet le contrat d'association en participation en vertu des dispositions de l'art 1855 du code civil, l'accord ne prévoyant pas de contribution aux pertes de la prêteuse, notamment en cas de moins-value sur la revente du fonds. Mais les juges poussent plus loin l'analyse du contrat. Ils le qualifient de prêt comportant un intérêt fixe et une participation au profit réalisé avec la somme prêtée. Les juges concluent que cette participation éventuelle, soumise aux risques issus d'une part des " circonstances économiques " et d'autre part des " conditions d'exploitation " du fonds, imprime à la convention un caractère aléatoire qui la fait échapper aux textes visant la répression de l'usure.

Cette solution est d'une pertinence remarquable pour notre étude. En effet, elle ne remet en cause aucune règle du droit des sociétés. Pour parvenir à la solution de l'inapplicabilité de l'usure, elle ne prétend pas abolir la distinction entre actions et obligations, ou proposer une qualification révolutionnaire de l'obligation. Elle offre au contraire aux parties – dans leur rédaction du contrat –, et aux juges – dans leur interprétation du contrat –, la possibilité d'analyser l'applicabilité des règles sur l'usure à l'aune d'un critère transversal : le risque associé aux circonstances économiques et aux conditions d'exploitation de l'investissement réalisé grâce au prêt. La notion d'aléa dans le contrat de prêt, telle qu'elle est utilisée par les juges d'appel dans l'arrêt du 11 mars 1967, traduit bien l'incohérence soulignée dans notre description de certains instruments financiers. Certaines caractéristiques d'un contrat de prêt pourraient le distinguer nettement du prêt au sens traditionnel, jusqu'à le faire sortir du champ d'application de la réglementation sur l'usure. Ainsi, certaines obligations, parce qu'elles impliquent une participation au risque de gestion pour l'obligataire, ne

---

(Commentaire de la loi du 28 décembre 1966), JCP 1967, I, n° 2084.

seraient pas soumises à la loi du 28 décembre 1966. Un autre commentateur du même arrêt du 11 mars 1967, à la revue Dalloz<sup>44</sup> estime que

"Même pour les prêts d'argent, la limitation du taux de l'intérêt ne s'applique pas de façon générale : y échappent les prêts comportant des *chances aléatoires*, c'est-à-dire ceux comportant des risques de non-remboursement, ces risques devant être des risques juridiques, résultant des conditions contractuelles affectant le remboursement du capital, et non des risques de fait résultant de la seule situation financière de l'emprunteur. Ainsi est aléatoire le prêt qui a été fait en vue d'une entreprise, étant précisé que les intérêts seront proportionnés aux bénéfices de l'entreprise (Req. 5 déc. 1887<sup>45</sup>, D.P. 1888, I, p. 430)"

Pourtant, malgré l'approbation de ses commentateurs, cette solution ne semble pas avoir "fait jurisprudence". En effet non seulement la solution n'a pas été à notre connaissance réitérée devant les tribunaux, ce qui peut s'expliquer par le caractère contingent du cours des affaires portées devant le juge, mais l'arrêt n'est pas non plus repris ni commenté en doctrine, ni dans les études sur les opérations de crédit, ni dans les études sur l'usure. Le critère de l'aléa dans le prêt semble être resté lettre morte.

Deux raisons théoriques peuvent être avancées pour expliquer cela.

Mais il faut mentionner d'abord un argument par analogie, qui peut avoir une certaine importance dans le débat, bien qu'il ne soit pas un fort argument de théorie juridique : les prêts participatifs institués par la loi n° 78-741 du 13 juillet 1978, n'échappent pas, en vertu de l'article 24 de ce texte, à la réglementation de l'usure bien que le prêteur participatif soit un " *créancier de dernier rang*<sup>46</sup> " et que sa rémunération comporte une " *clause de participation*<sup>47</sup>". Cette formule a posé la question de la nature juridique de la participation aux bénéfices (intérêts ou compléments d'intérêts ? rémunération d'associés ?). Or la doctrine dominante a estimé que le prêt participatif est une dette de l'entreprise et que sa rémunération est une charge, opinion confortée par la déductibilité fiscale de la totalité de la rémunération (Loi de Finances n° 79-1102, 21 décembre 1979 : JO 22 déc. 1979)<sup>48</sup>. Ainsi, le parallèle entre prêt participatif et obligations participantes

---

<sup>44</sup> Commentaire non signé, D.S. 1967, p. 476.

<sup>45</sup> Cet arrêt est joint en annexe.

<sup>46</sup> Art 26 et 27 de la loi du 13 juillet 1978.

<sup>47</sup> Art 28 de la loi du 13 juillet 1978.

<sup>48</sup> Voir sur cette question : J. Dubos, JCL Banque et Crédit, *Intérêts et Commissions*, fasc. 510, n° 48; et A.-M. Madinier, *Prêts participatifs et prêts subordonnés : un nouveau mode de financement*, Feduci 1983.

mène à l'applicabilité des dispositions sur l'usure, en dépit des risques inhérents à l'opération.

Deux arguments plus théoriques peuvent être soulevés.

Premièrement, la distinction entre prêts “ à risque ” et prêts “ traditionnels ” n'existe nulle part dans les textes – ni dans le code civil, ni dans les dispositions du droit bancaire, ni surtout dans la loi sur l'usure. La légitimité de la décision de la Cour d'appel de Paris dans l'arrêt du 11 mars 1967 est affaiblie par cette absence de fondement textuel, l'arrêt ne comportant d'ailleurs aucun visa.

Deuxièmement, l'utilisation de la notion d'aléa faite par les juges de la Cour d'appel de Paris est peu orthodoxe. L'aléa est en effet une composante connue et déterminée du droit des contrats. Le contrat aléatoire est défini à l'article 1664 du Code civil :

“ Le contrat aléatoire est une convention réciproque dont les effets, quant aux avantages et aux pertes, soit pour toutes les parties, soit pour l'une ou plusieurs d'entre elles, dépendent d'un événement incertain. Tels sont : le contrat d'assurance, le prêt à grosse aventure, le jeu et le pari, le contrat de rente viagère. Les deux premiers sont régis par les lois maritimes. ”

De même, l'article 1104 relatif aux contrats commutatifs dispose dans son deuxième alinéa :

“Lorsque l'équivalent consiste dans la chance de gain ou de perte pour chacune des parties, d'après un événement incertain, le contrat est *aléatoire*.”

La Cour d'appel de Paris semble donc s'engager dans une direction connue. En effet, il est établi en jurisprudence, bien que le Code civil ne le précise pas, que *l'aléa chasse la lésion*, en raison de ce qu'on ne peut procéder à une comparaison quantitative des prestations engendrées par le contrat, puisque leur existence ou leur montant dépend d'un événement incertain. Il en résulte que le défaut d'équivalence entre les prestations fait en réalité l'objet des prévisions des parties. Ainsi, pour l'application de l'art 1674 sur la rescision pour lésion dans le cas d'une vente immobilière, il a été jugé que “ le caractère aléatoire des conditions d'une vente immobilière s'oppose à ce qu'un tel contrat puisse faire l'objet d'une action en rescision pour lésion de plus des sept douzièmes ”<sup>49</sup>. Sur la distinction entre contrats commutatifs et contrats aléatoires, le professeur Carbonnier écrit :

“ L'intérêt de la distinction se limite à ceci : qu'un contrat qui serait exposé à l'action en rescision pour lésion s'il était commutatif ne le sera pas s'il est aléatoire ; l'aléa exclut la

---

<sup>49</sup> Req. 6 mai 1946 : D 1946, p. 287 ; RTDCiv. 1946, p. 324, obs. Carbonnier. C'est une jurisprudence constante.

lésion.<sup>50</sup>

Or la prohibition de l'usure n'est rien d'autre qu'une application spécifique de la notion plus générale de lésion. Cette idée est exprimée notamment dans les *Leçons de droit civil*<sup>51</sup>, dont les auteurs écrivent sur le contrat de prêt d'argent que les dispositions légales contre l'usure “ constituent une application de la lésion au contrat de prêt à intérêt.” De même<sup>52</sup> :

"Dans le Code civil de 1804, la lésion n'est admise qu'en matière de vente d'immeuble et de partage. Mais des lois ultérieures ont admis d'autres hypothèses dans lesquelles la lésion est prise en considération. (...) La loi du 28 décembre 1966 (...) sanctionne la lésion dans le contrat de prêt de consommation portant sur une somme d'argent."

Par conséquent, la théorie générale des obligations semble dicter l'exclusion d'un dispositif de lutte contre la lésion – ici la loi de 1966 relative à l'usure – dans un contrat empreint d'un caractère aléatoire. Et c'est exactement ce que fait la Cour d'appel de Paris dans son arrêt du 11 mars 1967.

Pourtant, une objection doit être élevée à ce stade. Elle résulte de la difficulté à définir juridiquement l'aléa dans le cadre d'un contrat de prêt. Le prêt peut-il être un contrat aléatoire tel que défini par l'art 1964 du Code Civil ? Dans quelle mesure le prêt peut-il “ dépendre d'un événement incertain ” ? L'indexation de l'intérêt par exemple sur les résultats de l'entreprise est-elle assimilable à un jeu de hasard, à la chance ? Cette assimilation est difficilement acceptable, même pour l'obligation à haut rendement la plus risquée. La réussite de l'entreprise et donc le remboursement de l'obligation dépendent certes d'éléments externes tels que les circonstances économiques, mais aussi de la compétence des dirigeants, de leurs choix de gestion, éléments qui ne peuvent être assimilés à *l'événement incertain* de l'article 1104.

L'absence de suite donnée à l'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 11 mars 1967 peut donc s'expliquer ainsi: il ferait une utilisation erronée de la notion d'aléa.

Au risque d'ennuyer le lecteur, nous nous permettrons de ne pas quitter, pour encore quelques lignes, cette question de l'aléa dans le prêt, et d'émettre une dernière hypothèse pour écarter l'application de l'usure. L'obligation à haut rendement pourrait-elle entrer dans la catégorie

---

<sup>50</sup> J. Carbonnier, *Droit civil, Les Obligations*, PUF, 20ème édition, 1996, n° 15.

<sup>51</sup> H., L. et J. Mazeaud, *Leçons de droit civil*, Tome III, Ed. Montchrestien, 1963, n° 1470.

<sup>52</sup> C. Larroumet, *Droit civil*, tome III, *Les obligations, Le contrat*, Economica, 3ème édition, n° 410.

des contrats aléatoires en ce qu'elle se rapproche d'un prêt à grosse aventure? L'article 1104 du code civil dispose :

“ Le contrat aléatoire est une convention réciproque dont les effets, quant aux avantages et aux pertes, soit pour toutes les parties, soit pour l'une ou plusieurs d'entre elles, dépendent d'un événement incertain. Tels sont : le contrat d'assurance, le prêt à grosse aventure, le jeu et le pari, le contrat de rente viagère. Les deux premiers sont régis par les lois maritimes. ”

Jérôme Huet précise dans son ouvrage Les principaux contrats spéciaux<sup>53</sup>:

"On considère généralement comme un prêt cette opération, réputée acte de commerce par l'article 633, al. 5, du Code de commerce, que constitue le prêt à grosse aventure, ou "prêt à la grosse", dont l'origine remonte au droit romain. Il s'agit de l'investissement que fait un prêteur d'argent dans une expédition maritime et qui pourra se révéler fructueux ou désastreux, selon le succès de l'entreprise : il est entendu que la somme sera remboursée avec un fort intérêt si l'aventure réussit, mais qu'elle sera perdue au cas où elle échoue. C'est presque un pari. Le contrat est donc bien différent du prêt où, certes, un certain risque est encouru par le prêteur, mais qu'il cherche par tous moyens à maîtriser le mieux possible, en sélectionnant l'emprunteur."

N'est-ce pas exactement la démarche du porteur d'obligation à haut rendement ? Plutôt que de choisir un emprunteur présentant un risque débiteur limité, il prête à une société non "*investment grade*", sans exiger de sûretés ou de garanties, sachant donc parfaitement qu'il risque de n'être jamais remboursé en cas de faillite. Il choisit volontairement ce placement risqué, dans l'attente d'un intérêt élevé. Il fait le même pari que le prêteur à la grosse. Ne peut-on alors inclure l'obligation à haut rendement dans la catégorie des "contrats aléatoires" en l'assimilant à un prêt à grosse aventure?

Cette interprétation n'est à l'évidence pas celle du droit positif. Et il convient maintenant d'essayer de conclure sur la question. En l'état du droit positif et en dépit d'une possibilité d'argumenter, rien ne permet d'affirmer de manière absolue que les obligations ne sont pas soumises à la loi sur l'usure. Au contraire, elles semblent a priori et de manière générale soumises à cette prohibition. Les arguments possibles sont d'une part une interprétation téléologique de la prohibition de l'usure montrant qu'elle n'est pas originellement destinée à protéger une société anonyme lançant un emprunt obligataire, et d'autre part un arrêt isolé de la Cour d'appel affirmant l'exclusion du champ d'application de la loi sur l'usure d'un prêt comportant un "aléa" du fait de la relation entre l'intérêt servi et la plus-value réalisée par la chose financée.

Si on admet qu'elles s'appliquent aux obligations à haut rendement, les dispositions sur l'usure étant impératives, même un émetteur qui aurait lui-même fixé l'intérêt à un taux " usuraire " pourrait en cas de difficultés financières invoquer la loi du 28 décembre 1966 pour se dégager de son obligation de verser l'intérêt au delà de la proportion admise par la loi<sup>54</sup>. Dans ces conditions, il est difficile d'imaginer qu'une banque d'affaires accepterait de participer à la souscription et au placement d'un tel titre.

Finalement, à moins d'une intervention législative ou même seulement réglementaire, qui serait d'ailleurs simple à établir dans la forme, excluant les emprunts obligataires du domaine de l'usure, force est de conseiller aux émetteurs de fixer un taux de rémunération respectant la réglementation sur l'usure. Cette dernière prenant en compte le taux effectif global de l'emprunt, il n'est pas possible d'augmenter par exemple le remboursement du principal (par opposition aux intérêts), ce raffinement juridique étant voué à être réintégré par le juge dans le calcul du taux effectif global de l'emprunt en cas de litige.

## **II Régime Juridique : le Fonctionnement de l'Obligation à Haut Rendement**

Le régime juridique des obligations s'entend généralement de la description des conditions d'émissions, du dispositif de protection des obligataires organisés en masse etc. Cependant ces caractéristiques sont communes à tout emprunt obligataire et elles ne feront pas donc pas l'objet de notre étude ici. Deux aspects du régime de l'obligation sont particulièrement sensibles dans une obligation *high yield* : le taux servi (A) et les garanties accordées aux porteurs (B).

### **A Le régime du taux d'intérêt**

L'obligation n'est jamais le prêt gratuit du code civil. Le souscripteur est toujours rémunéré.

---

<sup>53</sup> J. Huet, Traité de droit civil, Les principaux contrats spéciaux, n° 22100, p.809.

<sup>54</sup> Un argument pourrait être soulevé en cas de litige devant les tribunaux contre l'émetteur: "*Nul ne peut invoquer sa propre turpitude*" , or c'est bien l'émetteur – emprunteur qui a lui-même fixé le taux d'intérêt. Cependant, considérant que l'interdiction de l'usure est d'ordre public, la nullité de l'obligation usuraire est probablement une nullité absolue.

Cette rémunération peut prendre des modalités diverses (droit à des actions, droit à un bon de souscription d'actions, droit à un bon de souscription d'obligations etc.), mais notre analyse ne portera ici que sur la rémunération en argent : le service d'intérêt. Le taux de l'intérêt est libre car il s'agit d'un intérêt commercial, l'emprunt étant fait par une société commerciale pour les besoins de son activité. Comme on l'a vu, une éventuelle limitation de la rémunération par les dispositions sur l'usure demeure controversée. Cependant, en plus de la question de l'usure que nous avons choisi de traiter à part parce qu'elle relève d'une question de nature de l'obligation, l'étude du régime de l'intérêt soulève d'importantes questions dans le cadre d'une émission d'obligations à haut rendement.

### Les différents mécanismes de rémunération envisageables

Les droits pécuniaires de l'obligataire consistent en un droit au remboursement du montant nominal de l'obligation augmenté éventuellement de la prime de remboursement et au droit au paiement des intérêts dans les conditions fixées par le contrat d'émission. Le taux d'intérêt peut être fixe, variable, ou révisable. La périodicité de l'intérêt peut être annuelle ou pluriannuelle. Le paiement peut aussi se faire en une seule fois, à l'échéance; l'emprunt est alors dit à coupon unique.

Il faut remarquer à ce stade que le lexique des obligations correspond rarement à des définitions juridiques précises ou immuables. La pratique développe constamment des instruments totalement nouveaux ou seulement différents dans leurs modalités. A ces instruments, la presse, les praticiens et la doctrine associent des termes, dessine des catégories. Par conséquent, les termes "coupon zéro", "coupon unique", "intérêt variable", "intérêt indexé" etc. peuvent recouvrir des réalités diverses, englober des catégories plus ou moins larges. D'autre part, et également à titre préliminaire, il ne s'agit pas ici de mener une étude financière des avantages et inconvénients des différents types de rémunération, mais de tenter d'identifier et d'anticiper les problèmes juridiques susceptibles d'être posés par les diverses techniques rencontrées.

#### *Les emprunts à taux fixe*

Les obligations à taux fixe ont un taux d'intérêt identique chaque année. Elles assurent un revenu régulier, connu d'avance puisque fixé une fois pour toutes. Ainsi, une obligation d'une valeur nominale de 5 000 FF à un taux de 10% d'une durée de 10 ans rapportera à son détenteur un coupon annuel de 500 FF jusqu'à la perception, à l'échéance, de son remboursement au pair.

En France, la part des obligations à taux fixe demeure importante mais celle des obligations à taux variable augmente nettement, suivant une évolution déjà aboutie aux Etats-Unis et en Grande Bretagne.

#### *Les emprunts à taux révisable*

Leur taux d'intérêt annuel est fixe mais il est révisable périodiquement, à date fixe.

#### *Les emprunts à rémunération variable*

L'intérêt servi n'est pas identique chaque année. Il varie, chaque semestre ou chaque année, en fonction d'une moyenne de référence prévue par le contrat d'émission. Le prix de remboursement de l'obligation peut également varier, selon les mêmes critères. La rémunération variable des obligations existe depuis très longtemps<sup>55</sup> mais elle s'est considérablement développée en France depuis les années 1970. Elle répond notamment au souci de rendre l'emprunt plus attrayant et de prémunir les souscriptions contre l'érosion monétaire, mais les émetteurs trouvent chacun des motivations diverses et contingentes.

On peut distinguer trois types de rémunération variable : les obligations participantes, les obligations indexées, et le taux variable au sens strict<sup>56</sup>.

Les **obligations participantes** reçoivent un intérêt fixe et une partie variable calculée en fonction d'éléments se rapportant à l'activité de l'entreprise, tels les bénéfices bruts ou nets, le chiffre d'affaires des entreprises, le total des ventes<sup>57</sup>. La terminologie employée peut être

---

<sup>55</sup> Cf. notamment:

- Trib. Com. de la Seine, 29 juillet 1899, Journal des Sociétés Civiles et Commerciales, 1900, p. 273 (arrêt joint en annexe). Sur la question du risque de requalification d'une obligation participante en contrat de société, le jugement décide : une société anonyme peut valablement émettre des obligations privilégiées donnant droit à un intérêt fixe et à une quotité (25%) des bénéfices de cette société, sans que ce droit implique nécessairement la qualité d'actionnaire pour les propriétaires des titres. Pour déterminer le caractère des titres, il faut rechercher si les bailleurs de fonds ont eu l'intention de devenir associés (*affectio societatis*). Cette intention peut résulter des clauses accessoires du contrat, notamment du droit conféré aux bailleurs de fonds de compulsurer les livres, de participer à l'administration;

- CA Paris, 15 février 1957, JCP 1958, éd. G, II, 10418, note D. B. ;

- B. Auger, Rec. Jur. des Sociétés, 1921, p. 99s "*Les obligations à coupon variable*" (article joint en annexe).

<sup>56</sup> Ne sont pas traitées ici les obligations à "coupon variable", qui ne sont pas des obligations à revenu variable à l'origine mais qui sont créées généralement à l'occasion d'un concordat. Ces coupons variables représentent une délégation des bénéfices futurs de l'entreprise, correspondant à la fois aux intérêts et à une fraction du capital d'obligations anciennes, dont la société émettrice ne peut plus assurer le service.

<sup>57</sup> Voir déjà G. Desfossé, *Les formes nouvelles d'emprunts obligataires*, Banque 1955, p.8., ou B. Auger, *op. cit.*

trompeuse dans la mesure où il ne s'agit pas d'une "participation aux bénéfices" au sens strict. La société entend prendre en compte des éléments tels les bénéfices ou le chiffre d'affaires seulement pour calculer la partie variable du taux d'intérêt.

On parle d'**obligations indexées** lorsque le montant de l'intérêt ou le remboursement du capital, ou les deux à la fois, sont fonction d'un indice. Les obligations indexées ont été surtout émises au lendemain de la seconde guerre mondiale par l'Etat ou par les groupements professionnels de compétence nationale.

Enfin, on peut parler d'**obligations à taux variable** au sens strict lorsque le montant du coupon varie, continuellement ou à certaines échéances, en fonction de l'évolution d'un index fixé sur un marché de taux d'intérêt, monétaire ou obligataire. Introduites en France à partir de 1974.

L'importance de la question du régime du taux d'intérêt dans l'étude des obligations à haut rendement.

Tous les emprunts obligataires peuvent évidemment stipuler les modalités de remboursement exposées ci-dessus. Cependant, les obligations à haut rendement sont particulièrement susceptibles de les utiliser, pour plusieurs raisons.

La première raison est pratique : les high yield bonds américains sont en très grande majorité à rémunération variable, en général sous la forme d'un taux variable au sens strict. Or force est d'admettre qu'en la matière les pratiques américaines sont souvent suivies sur les marchés européens, que ce soit parce que les conseils de l'émetteur opèrent habituellement sur le marché américain ou parce que les investisseurs potentiels sont sur ce marché.

D'autres raisons, soulevées par la pratique naissante sur le marché français, peuvent être avancées. Rappelons tout d'abord, encore une fois, que l'obligation n'est "à haut rendement" que du fait de la situation financière de l'émetteur. Lorsqu'une société non *investment grade* a besoin de fonds, elle doit offrir un "haut rendement" pour rémunérer le risque pris par les souscripteurs.

Or d'une part, comme il a été constaté dans l'émission Néopost :

"Morgan Stanley a encore amélioré l'attrait de ces obligations en décidant de les émettre à taux variable. 'Nous avons identifié de nombreux institutionnels, notamment européens, susceptibles d'être intéressés par des titres à haut rendement et à taux variable' (...) Cette forte demande allait permettre d'obtenir un coût de financement inférieur à celui qui aurait été obtenu à taux fixe (...). De plus le choix du taux variable allait permettre de prévoir des

possibilités de remboursement anticipé".<sup>58</sup>

Les dirigeants de Moulinex ont fait un choix analogue :

"Les dirigeants et leurs conseils ont ensuite porté leur attention sur le pricing de l'emprunt. Leur première décision a alors été d'opter pour une rémunération à taux variable plutôt qu'à taux fixe, comme c'est habituellement le cas aux Etats-Unis pour de telles obligations. Il est vrai qu'un tel choix pouvait s'avérer très payant. 'Moulinex souhaitant émettre en francs français afin de ne pas supporter le coût d'un swap de devises, une opération à taux fixe risquait d'abord de n'intéresser que des institutionnels français, alors que nous souhaitions attirer le plus grand nombre possible d'investisseurs', explique Marc Poli. Mais surtout, compte tenu des anticipations du groupe sur l'évolution des taux, une rémunération à taux variable lui permettait d'envisager une économie de charges financière significative. 'Le Pibor 3 mois s'établit actuellement à moins de 3,5% alors que les taux à 5 ans sont de l'ordre de 5,2%', observe Michel Ybert. 'Or si, comme nous l'anticipons, la structure des taux se maintient, nous disposerons d'une source de financement moyen terme compétitive.'"<sup>59</sup>

Ainsi, non seulement aux Etats-Unis depuis longtemps, mais aussi en France récemment, les obligations à haut rendement privilégient les taux variables. Il s'agit ici d'obligations à taux variable au sens strict, c'est-à-dire que le taux de l'intérêt servi suit un indice monétaire, par exemple le PIBOR pour les deux émissions Moulinex et Néopost.

Mais un autre type de rémunération variable nous semble très pertinent pour les obligations à haut rendement : la référence aux bénéfices ou au chiffre d'affaires de l'entreprise. La pratique et l'idée ne sont pas nouvelles, et un auteur l'a parfaitement exprimé<sup>60</sup>, à une époque bien antérieure à l'ascension de Michael Milken et de Drexel:

"on voit des émissions d'obligations qui promettent, outre l'intérêt fixe, une part des bénéfices. On en voit même où l'intérêt disparaît, où le revenu variable seul subsiste. Peu usitée en France, [en note de pas de page: A telle enseigne qu'elle a semblé impossible à M. Ripert (Ann. Dr. comm., 1905, p. 55). Cependant dans une espèce jugée par le Tri. Com. Seine le 29 juillet 1899 (J. Soc. 1900, 27, 67) on trouve exactement la clause que nous étudions.], cette clause semble l'être davantage en Espagne, surtout parmi les valeurs de traction (...); on en trouve des exemples au Portugal (...), en Amérique du Sud (...) et même ailleurs.

L'avantage d'une pareille clause est évident. Quelque sécurité que présente l'obligation, l'émission n'a de chances de réussir que si l'intérêt offert est au moins égal au taux moyen du loyer de l'argent. Lorsque ce taux est bas et tend à s'élever, la charge annuelle des intérêts est légère ; s'il est, au contraire, très élevé, comme c'est le cas en ce moment, cette charge peut devenir écrasante. La promesse d'une part des bénéfices permet de

---

<sup>58</sup> Chevallard, Option Finance, n° 471, 20 octobre 1997, p. 28-30.

<sup>59</sup> F. Vidal, Option Finance n° 463, 25 août 1997, p. 19-20.

<sup>60</sup> B. Auger, Rec. Jur. Soc., 1921, p. 99s, *Les obligations à coupon variable*, (article joint en annexe).

proportionner la rémunération des prêteurs aux forces de la société, tout en offrant aux capitalistes des avantages suffisants pour les engager à souscrire.

D'où vient donc qu'elle soit si peu répandue? Il y a d'abord à cela une raison économique : l'amateur d'obligations n'a pas le goût du risque ; il préfère être assuré bon an mal an d'un revenu fixe sur quoi tabler. Il y a ensuite et très probablement des raisons juridiques : on croit communément que le revenu fixe est de l'essence de l'obligation, et peut-être aussi craint-on de voir les obligataires à revenu variable se prétendre un jour associés - ou exposés, au contraire, à être considérés comme tels par les autres créanciers.

Ce sont uniquement les raisons d'ordre juridique (...) que nous allons examiner et nous montrerons, croyons-nous, qu'elles ne sont pas de nature à arrêter les sociétés qui désireraient profiter des avantages de notre clause."

Ainsi le régime des modes de rémunération variable des obligations représente un enjeu particulier pour les obligations à haut rendement.

Deux principales questions juridiques se posent.

*Une obligation à taux variable est-elle soumise à l'exigence de détermination de l'objet de l'art 1129 du Code civil?*

*Comment la réglementation relative à l'indexation s'applique-t-elle à une obligation à taux variable?*

Première problème : l'indétermination du prix

L'analyse de l'indétermination du prix pour un titre obligataire ne peut être menée que par analogie avec le régime de l'indétermination dans un prêt bancaire. En effet, comme on l'a vu dans la première partie, en droit français, l'obligation reçoit la qualification de prêt d'argent et constitue un contrat soumis au droit général des obligations. Aucune règle spécifique du droit des sociétés ou même du droit bancaire ne permet de construire un régime spécial de l'indétermination pour un titre obligataire.

L'article 1129 du Code civil exige que l'objet d'une obligation soit une chose déterminée quant à son espèce, et dont la quotité peut être incertaine pourvu qu'elle soit déterminable. A cet égard, la question de la validité d'une clause de variabilité dans un prêt bancaire a été portée en jurisprudence. Après une discussion doctrinale âpre et un revirement de jurisprudence, la solution semble aujourd'hui être stabilisée.

Au début des années 1990, la pratique des taux variables référencés sur le taux de base des banques était très généralement établie. Pourtant, la validité de cette référence au regard de l'exigence de détermination de l'objet avait déjà été soulevée en doctrine, pour la première fois dans un commentaire d'arrêt de J. Stoufflet, en 1974<sup>61</sup>. Elle n'a été portée devant les tribunaux que bien plus tard, au début des années 1990.

Mais un bref résumé de la pratique des clauses de variabilité est utile à ce stade pour comprendre l'évolution du problème juridique. A l'origine, les taux variables ont d'abord porté référence au taux Banque de France (TBF), déterminé par la Banque de France comme son nom l'indique, puis au "taux de base bancaire" (TBB), taux de base commun établi par l'ensemble des banques d'un commun accord, à travers l'AFB. L'ordonnance n° 86-1243 du 1er déc. 1986, en prohibant les ententes, a interdit la pratique du TBB et a modifié le caractère de l'indice : le taux de base (TB) est devenu propre à chaque banque (bien que, évidemment, les conditions de concurrence aient pour effet d'uniformiser ce taux). Les taux variables étaient alors référencés sur le taux de base des banques et cette pratique était tout à fait ancrée dans les usages de la profession.

Deux arrêts de la Cour de cassation de 1990 et 1992<sup>62</sup> ont les premiers remis en cause cette pratique. Dans le premier arrêt<sup>63</sup>, la Cour a jugé que l'utilisation du taux de base comme indice ne satisfaisait à la règle de l'article 1129 qu'à certaines conditions précises, notamment prévoir à la suite de chaque modification du taux de base, un devoir d'information de l'emprunteur et une période après laquelle le silence de ce dernier équivaut à une acceptation tacite du nouveau taux. Une clause de variabilité ayant pour support le taux de base bancaire sans autre précision devait être frappée de nullité pour indéterminabilité car, si le taux peut être variable, raisonnait la Cour, il doit pouvoir être déterminé "par référence à des éléments du marché financier extérieurs à la volonté du prêteur". Un taux qui varie à la discrétion de la banque ne saurait satisfaire à cette condition.

La cour avait ensuite<sup>64</sup> précisé la sanction associée à une telle indétermination. La nullité attachée à l'indéterminabilité du taux portait seulement sur la stipulation du taux. Elle ne s'étendait ni à la stipulation des intérêts eux-mêmes ni *a fortiori* au contrat tout entier. La cour de cassation faisait application du taux conventionnel d'origine au motif qu'il pouvait être déterminé avec

---

<sup>61</sup> Cass. Com., 23 juillet 1974, D. 1975, p. 586

<sup>62</sup> Cass. 1ère Civ., 2 mai 1990, JCP 1991, éd. G, II, 21655, obs. J. Stoufflet ; Cass. com. 9 juin 1992 : JCP 1992, éd. E, p. 231, obs. J. Stoufflet.

<sup>63</sup> Cass. 1ère Civ, 2 mai 1990, *op. cit.*

précision et avait été approuvé en connaissance de cause par l'emprunteur.

Mais le revirement de jurisprudence de la cour de cassation du 1 décembre 1995<sup>65</sup> a ensuite remis en cause cette interprétation en jugeant que l'article 1129 du Code civil ne s'applique pas à la fixation du prix. La clause de variabilité du taux en fonction du taux de base, condamnée précédemment par la Cour de cassation, était désormais valable. Dans ses conclusions, le Premier avocat général Jéol avait souligné que si la cour suivait ses suggestions, la jurisprudence sur le taux de base serait caduque<sup>66</sup>. L'arrêt du 12 janvier 1996 de la Cour d'Appel de Paris<sup>67</sup> a confirmé cette conséquence du revirement de 1995. Confronté à une clause qui subordonne la variation du taux conventionnel d'intérêts à la volonté unilatérale du prêteur, l'emprunteur ne pourra plus réclamer sa suppression en se fondant sur l'art. 1129 du Code civil. En revanche, la Cour d'appel a jugé qu'il peut, à charge pour lui d'apporter la preuve que son cocontractant a exercé de manière déloyale le droit que lui accordait le contrat de fixer seul le nouveau taux, de sorte que celui-ci est abusif:

- demander au juge, soit de résilier la clause (mais pas le contrat dans son entier si on est convaincu du bien-fondé de la jurisprudence antérieure),
- soit de retenir exclusivement la responsabilité contractuelle du prêteur de mauvaise foi, étant entendu que l'action en résiliation peut se cumuler avec une mise en jeu de la responsabilité contractuelle du prêteur, coupable d'abus dans la fixation du taux.

Qu'en est-il de la clause de variabilité dans l'emprunt obligataire?

Le cas de l'obligation à taux variable au sens strict est facile à régler. La variabilité est fonction d'un indice calculé sur un marché de taux d'intérêt, monétaire ou obligataire. Par conséquent, le taux servi ne dépend pas de la volonté du prêteur, et l'émission est absolument valable au regard de l'exigence de détermination.

Le raisonnement à mener est exactement le même pour les obligations indexées au sens strict, c'est-à-dire celles dont le taux d'intérêt servi est fonction d'un indice de prix ou de

---

<sup>64</sup> Cass. Com, 9 juin 1992 *op. cit.*; Cass. 1ère civ., 9 février 1994, Defrénois 1994, p. 1115, obs. D. Mazeaud

<sup>65</sup> Cass. Ass. Plén., 1er déc. 1995, RDBB 1996, p. 46, obs. F-J. Crédot et Y. Gérard ; JCP G 1996, II, 22565, note J. Ghestin ; D 1996, p. 13, note L. Aynès.

<sup>66</sup> Voir les observations de J. Stoufflet, RDBB 1996, p.2.

performance extérieur à la volonté ou à l'influence de l'émetteur. L'émission ne pose pas de problème de détermination.

Finalement, seules les obligations participantes posent un réel problème de détermination du prix. En effet, une attention particulière doit être portée à la rédaction de la clause de variabilité, de manière à ce que les critères utilisés soient le plus objectif possible. Il ne suffit probablement pas de stipuler que l'intérêt est fonction du chiffre d'affaires ou des bénéfices, mais il faut préciser le traitement comptable du chiffre d'affaires, des bénéfices, et des autres postes du compte de résultat et du bilan susceptibles de les modifier. En l'absence d'une telle objectivité, l'obligataire mécontent pourrait se fonder sur la jurisprudence de 1996<sup>68</sup> et tenter de démontrer que l'émetteur a exercé le droit de fixer le nouveau taux de manière déloyale, de sorte que celui-ci est abusif.

## Deuxième problème : l'indexation

Ce problème est bien distinct du premier. La question de l'indétermination du prix est une question de validité du contrat en vertu des règles générales du droit des contrats sur l'objet de l'obligation. L'indexation soulève un problème de légalité du contrat à l'égard de la politique économique au moment de l'émission.

### *Introduction : Le principe du nominalisme monétaire*

Dans un prêt, le remboursement de la somme empruntée obéit au principe du nominalisme monétaire : "celui qui a reçu un franc doit recevoir un franc"<sup>69</sup>. Ce principe est inscrit à l'article 1895 du Code civil qui pose en règle qu'une "obligation qui résulte d'un prêt en argent, n'est toujours que de la somme numérique énoncée au contrat".

Pourtant, on constate qu'en pratique, afin d'éviter la dépréciation de l'argent, les cocontractants recourent à l'**indexation** de la somme en cause. Ce besoin existe en matière de prêt comme dans d'autres contrats, même si l'on peut jouer sur le taux d'intérêt pour opérer la

---

<sup>67</sup> D 1996, Somm. p. 324 obs. D. Mazeaud.

<sup>68</sup> CA Paris, 12 janvier 1996, *op. cit.*

compensation souhaitée. Le capital est donc souvent indexé dans les prêts commerciaux, mais aussi dans les emprunts obligataires. L'indexation ne doit pas être confondue avec l'intérêt convenu. Elle sert à lutter contre l'érosion monétaire, résultant de l'inflation, et non à rémunérer l'organisme prêteur. Cependant, à côté de l'indexation du capital, il existe celle de l'intérêt lui-même<sup>70</sup>.

Dans quelle mesure l'indexation est-elle légale dans une émission obligataire?

Là aussi il nous faut raisonner par analogie avec le contrat de prêt classique, ne disposant d'aucunes normes spécifiques au droit obligataire.

Après de longues hésitations, la jurisprudence devait décider en 1957<sup>71</sup> que le principe du nominalisme monétaire n'a pas un caractère d'ordre public et, finalement, admettre que les clauses d'indexation peuvent être librement insérées dans les contrats. Cette solution libérale a conduit les pouvoirs publics à intervenir, par l'ordonnance du 30 décembre 1958 pour encadrer les clauses d'indexation. L'ordonnance a été modifiée par l'article 19 de la loi du 2 juillet 1998, précisément sur la question de l'indexation des obligations.

#### *L'évolution de la jurisprudence jusqu'en 1957*

L'indexation, ou "clause d'échelle mobile" avait été imaginée par les parties pour parer à l'interdiction ferme par les tribunaux des clauses de paiement en or ou en monnaie étrangère. La jurisprudence avait alors établi un régime complexe des clauses d'échelle mobile : la validité était accordée ou pas à la clause selon qu'elle avait une finalité économique ou monétaire. Les juges du fond devaient rechercher l'intention des parties pour déterminer si la clause était destinée à tenir en échec les dispositions légales sur le cours forcé, cas auquel elle était nulle, ou au contraire destinée à tenir compte de fluctuations d'ordre économique, et non monétaire, cas auquel elle était valable.

En outre, **la jurisprudence prohibait toutes les clauses d'échelle mobile dans le contrat**

---

<sup>69</sup> J. Huet, Les principaux contrats spéciaux, L.G.D.J., 1996, no. 22535.

<sup>70</sup> Sur le principe que l'indexation peut porter sur les intérêts comme sur le capital, voir Cass. 3ème Civ., 6 février 1974, Bull. civ. III, n° 64.

<sup>71</sup> Arrêt Guyot, Cass. 1ère Civ., 27 juin 1957, D. 1957, 649, note G. Ripert; JCP 1957, II, 10093bis, concl. Besson.

**de prêt d'argent**<sup>72</sup>. La majorité des décisions se fondent sur l'article 1895 du Code civil et le principe du nominalisme, qui aurait un caractère d'ordre public en matière de prêt d'argent. Ce cadre jurisprudentiel était très critiqué en doctrine :

"Malgré un effort jurisprudentiel, on ne parvenait pas à dégager des solutions satisfaisantes. Le rejet de toute indexation en matière de prêt risquait de ruiner le crédit ; la distinction entre clauses d'échelle mobile à finalité monétaire et à finalité économique conduisait à une impasse et même on ne voyait pas pourquoi ne pas admettre la validité de la clause valeur-or, depuis la démonétarisation de l'or."<sup>73</sup>

L'important arrêt du 27 juin 1957<sup>74</sup> devait marquer le terme de la phase jurisprudentielle précédente. Il s'agissait d'un prêt d'argent indexé sur le blé. La cour d'appel avait validé la clause, bien qu'il s'agisse d'un prêt, et faisait observer l'absence d'intention monétaire. Le pourvoi est rejeté, observation faite que **l'art 1895 du Code civil n'était pas d'ordre public**. Mais les magistrats de la Cour de cassation ajoutent que **la clause d'échelle mobile n'est pas contraire à la législation monétaire, celle-ci ne pouvant "impliquer l'invariabilité du pouvoir d'achat de la monnaie, lequel varie avec le prix des denrées"**.

C'est dans ce contexte qu'intervint encore une dévaluation et la création d'un franc nouveau qu'on voulait destiné à un avenir stable. Encore fallait-il empêcher que des indexations systématiques n'emportent l'édifice à peine construit.

#### *L'ordonnance de 1958 : la réglementation des clauses d'indexation*

La réglementation des clauses d'indexation résulte de l'article 79 de l'ordonnance n° 58-1374 du 30 décembre 1958 dont l'alinéa 3 a été modifié par l'ordonnance n° 59-246 du 4 février 1959. Pour tous les contrats conclus postérieurement à l'ordonnance, **l'article 79 supprime par une mesure générale, sauf lorsqu'elle concerne des dettes d'aliments, toute indexation fondée sur le salaire minimum interprofessionnel garanti (aujourd'hui le SMIC) ou sur le niveau général des prix et des salaires. L'indexation sur les prix des biens, produits ou services est également interdite, mais seulement s'ils sont sans relation directe avec l'objet du contrat ou**

---

<sup>72</sup> Voir notamment: CA Lyon, 21 juin 1951, D. 1951, p. 725 ; CA Aix, 2 avril 1951, D. 1951, p. 401, note G. Ripert ; Trib. civ. Seine, 27 février 1951, D. 1951, p. 409.

<sup>73</sup> Encyclopédie Dalloz, Droit Civil, *Paiement*, n° 235.

<sup>74</sup> Arrêt Guyot, *op. cit.* (arrêt rendu contrairement aux conclusions du procureur général).

### **avec l'activité de l'une des parties.**

Tel est le droit positif applicable à tous les contrats en droit interne, et notamment aux emprunts obligataires.

Néanmoins, récemment, le législateur a apporté une importante limitation à cette réglementation en ce qui concerne l'émission d'obligations.

#### *La loi DDOEF du 2 juillet 1998*

Depuis la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998, les obligations peuvent être indexées sur l'indice général des prix à la consommation pour l'ensemble des ménages, hors tabac, publié mensuellement par l'INSEE (Cf D n° 98-816, 11 septembre 1998, art 1er).

## **B Les sûretés et garanties : pierre angulaire économique et juridique du financement obligataire à haut rendement**

En l'absence d'aménagement contractuel, les obligataires sont des créanciers chirographaires qui ne priment que les actionnaires de la société. Ils jouissent d'un droit de gage général sur le patrimoine de l'émetteur, conformément aux articles 2092 et 2093 du Code civil. Mais ils peuvent être primés par tous créanciers munis de sûretés. Aussi, pour améliorer le placement des obligations, l'émetteur peut décider de constituer des sûretés réelles ou personnelles de toutes sortes pour le compte de la masse. L'assemblée générale des actionnaires "autorise les émissions d'obligations ainsi que la constitution de sûretés particulières à leur conférer" (art. 157 et 286 de la Loi de 1966). Mais elle peut déléguer au conseil d'administration ou au directoire les pouvoirs nécessaires pour procéder à l'émission d'obligations en une ou plusieurs fois, dans le délai de 5 ans, et en arrêter les modalités (art. 287 al 1 de la Loi de 1966). La sûreté est attachée au contrat d'émission et non au titre obligataire lui-même (art.157 *in fine* de la Loi de 1966). Il en résulte que la mise en oeuvre de la garantie relève de la compétence du représentant de la masse et non des obligataires.

Rappelons ici que notre but est de mener une étude des obligations "à haut rendement" pour justifier que nous nous en tenions là en ce qui concerne le régime de la constitution, de l'autorisation et du fonctionnement des sûretés attachées à un emprunt obligataire. En effet, ces

dispositions relèvent pour la majeure partie de la loi de 1966 et sont communes à toutes les obligations.

Il reste néanmoins beaucoup à dire au sujet des mécanismes de "garantie" dans les *junk bonds*. Et d'abord leur importance cruciale: l'émetteur d'obligations à haut rendement bénéficie par définition d'une surface financière limitée. Par conséquent le seul moyen de rendre son titre attrayant est d'une part de servir un intérêt suffisamment élevé pour motiver la prise de risque et d'autre part d'offrir des "garanties", par quelque moyen que ce soit, pour limiter autant que possible cette prise de risque<sup>75</sup>.

La pratique recherche à chaque émission particulière des moyens de sécuriser l'emprunt, créant ainsi un large éventail de techniques. Les émetteurs recourent bien sûr à des mécanismes traditionnels de droit des sûretés (1), mais aussi, souvent parce que l'actif de la société a déjà été utilisé en garantie de financements antérieurs, à des méthodes de garantie moins classiques, soit en structurant l'opération de financement de manière à garantir un certain niveau de remboursement ou de priorité, soit en stipulant des "covenants" (2).

## L'utilisation du droit des sûretés traditionnelles

L'éventail des sûretés réelles et personnelles est globalement disponible pour garantir un emprunt obligataire.

### *Garanties Réelles*

L'emprunt peut être garanti par une hypothèque ou un nantissement sur les biens de la société émettrice. La Loi de 1966 a même facilité l'affectation d'une hypothèque en garantie d'un emprunt obligataire (art. 325 et s.). Néanmoins, en pratique l'hypothèque est rarement utilisée en garantie d'émission d'obligations.<sup>76</sup>

Inversement, une société ne peut pas affecter en garantie des obligations. L'art 290 de la Loi de 1966 dispose : "La société ne peut constituer un gage quelconque sur ses propres obligations". Cette règle s'explique "tout simplement parce que l'obligation est une dette de la société envers

---

<sup>75</sup> Il n'existe aucune obligation légale de "solvabilité" minimum de l'émetteur. La condition de deux ans d'existence de l'émetteur est la seule exigence de la loi. A la différence de certaines législations étrangères, il n'est pas exigé de la société qui émet un emprunt obligataire qu'elle respecte une certaine proportionnalité entre le montant de l'emprunt et celui de son capital.

<sup>76</sup> Cf. A. Pézard, Les Obligations, Généralités- Emission – Souscription, JCL Sociétés, Fasc. 1870, n° 121.

l'obligataire et que, si l'on peut donner en gage une créance, on ne saurait donner en gage une dette, pas plus qu'on ne saurait en principe la céder"<sup>77</sup>.

Dans la catégorie des garanties réelles, il faut encore mentionner la possibilité du nantissement de compte d'instruments financiers, réformé par l'article 102 de la loi *de modernisation des activités financières* du 2 juillet 1996. En effet dans le cadre d'opérations de titrisation, l'émetteur peut être un fonds commun de créances (FCC) qui se refinance au moyen d'un emprunt obligataire, lui-même garanti par le nantissement des parts du FCC. C'est ainsi qu'a procédé notamment Vauban Mobilisation Garanties pour ses emprunts émis en décembre 1997<sup>78</sup> dans le cadre d'une opération de titrisation de créances immobilières détenues par la Compagnie des Entrepreneurs.<sup>79</sup>

### *Garanties Personnelles*

Les emprunts peuvent être garantis par une ou plusieurs autres sociétés.

Une modalité de garantie personnelle particulière s'est beaucoup développée : ce sont les "groupements", ou "emprunts conjoints". Plusieurs sociétés ayant la même activité constituent une société qui collecte des fonds en contractant des emprunts obligataires. Le groupement prête les sommes qu'il a reçues aux sociétés associées. Ces sociétés donnent leur garantie personnelle à une fraction de l'emprunt émis par le groupement. La COB considère que ce type d'émission ne soulève pas de difficultés lorsque l'emprunt a été émis solidairement car, si l'une des sociétés émettrices vient à être défaillante, les autres se substitueront à elle pour le remboursement de sa quote-part dans l'emprunt. En revanche la COB déconseille l'émission d'emprunts conjoints non solidaires en raison de l'obligation qu'ils entraînent pour les porteurs de surveiller la situation de toutes les sociétés émettrices afin de pouvoir exercer leurs droits en cas de défaillance de l'une d'entre elles.<sup>80</sup>

Les autres mécanismes de garantie personnelle habituels sont utilisables en matière d'émission d'obligation : ce sont la caution et la garantie autonome, en général une garantie à première demande. Très classiquement, il s'agit de sûretés par lesquelles un tiers s'engage à exécuter l'obligation du débiteur principal, en l'espèce l'émetteur, en cas de défaillance de celui-ci.

---

<sup>77</sup> J. Mestre, E. Putman, M. Biliau, *Traité de droit civil, Droit commun des sûretés réelles*, L.G.D.J., n° 307. Voir également : Wahl, *Journal des Sociétés*, 1904, p. 97 (nantissement constitué par la société sur ses propres obligations

<sup>78</sup> Vauban Mobilisation Garanties, 1 100 000FF, 5,25%, décembre 1997, échéance 2003.

<sup>79</sup> Titrisation : Une source de financements multiples, *Option Finance*, 9 février 1998, p. 30.

<sup>80</sup> Bulletin COB, octobre 1979, p. 4

Ces stipulations se rencontrent le plus souvent au sein d'un même groupe, la garantie étant apportée par la société mère pour le compte de ses filiales. Dans cette hypothèse, la garantie doit le plus souvent correspondre à un engagement inconditionnel et irrévocable, comme il en va traditionnellement en matière financière. Le garant doit être obligé de la même manière que s'il était directement au service de la dette. En pratique, seule une garantie à première demande répond à cette exigence.

Ainsi l'emprunt de la société Radian de décembre 1997 (437 000 000 FF, 5,60%, échéance 2007) est garanti par sa société mère, le Crédit Agricole. Certains emprunts ont néanmoins parfois recours au cautionnement solidaire classique. Notamment le contrat d'émission d'obligations subordonnées AGF Assurances contient une clause de cautionnement solidaire<sup>81</sup>.

Cependant, bien que ces garanties soient envisageables pour toute émission d'obligations, on peut se demander dans quelle mesure elles peuvent être stipulées dans un emprunt à haut rendement. En effet, le fait qu'une société mère ou affiliée donne sa garantie personnelle à l'emprunt devrait anéantir le caractère risqué de l'investissement. En fait, la question de la notation et de la solidité financière se reporte sur les épaules du garant: si ce dernier bénéficie d'une note risque de crédit excellente, on peut probablement soutenir que l'émission perd son caractère de "junk bond", alors que si le garant a une notation inférieure, la nature d'obligation à haut rendement subsiste.

Enfin, la Loi de 1966 refuse cette faculté de garantir des émissions obligataires aux sociétés dites de capitalisation. L'article 330 de la Loi de 1966 dispose en effet que "l'émission d'obligations, dont le remboursement est garanti par une société de capitalisation, est interdite."

Il faut encore mentionner ici une problématique de base des opérations de LBO<sup>82</sup>. En effet,

---

<sup>81</sup> Cette clause est retranscrite ici à titre d'exemple: "Assurances Générales de France déclare se porter caution solidaire de l'émetteur (AGF Assurances, sa filiale à 100%) envers les porteurs d'obligations, leurs successeurs et ayants-cause, pour garantir le paiement ou le remboursement de toutes sommes que l'émetteur peut ou pourra devoir en principal, intérêts, intérêts différés, intérêts de retard, primes, frais et accessoires quelconques, au titre de l'emprunt, et ce dès que ces sommes seront exigibles, que ce soit à leur échéance normale ou en cas d'exigibilité anticipée ou différée, conformément à toutes les modalités de l'emprunt.

En conséquence, dans le cas où, pour quelque cause que ce soit, l'émetteur n'effectuerait pas les paiements ou remboursements de toutes sommes en principal, intérêts, intérêts différés, intérêts de retard, primes, frais et accessoires quelconques dus au titres de l'emprunt conformément à ces modalités, le garant s'engage à effectuer immédiatement ces paiements et remboursements conformément aux dites modalités"

<sup>82</sup> Cf. sur cette problématique, notamment: Ph. Peyramaure, *La recherche de l'effet de levier dans la transmission des entreprises*, BRDA 1989, p. 3 ; Paillusseau, Caussain, Lazarski et Peyramaure, *La cession d'entreprise*, Dalloz, 1993)

l'octroi de garanties sur les actifs de la société cible doit être a priori exclu : ce serait un cas type d'abus de biens sociaux puisque la société cible aurait accordé des garanties en vue de sa propre acquisition, en violation de l'article 217-9 de la Loi de 1966<sup>83</sup>. Le schéma qui consiste à différer quelque peu dans le temps la prise de garanties sur l'actif paraît très douteux : on pourrait en effet imaginer que le holding d'acquisition et la société cible fusionnent. Après fusion, des garanties seraient accordées sur l'actif. Cette opération ne peut écarter véritablement la suspicion d'abus de bien social et il convient donc de faire preuve de beaucoup de prudence. Une sanction pénale est prévue en cas de violation des dispositions de l'art. 217-9. Il semble pourtant que la pratique soit assez favorable à ce type d'opérations.

La parade qui consiste à faire cautionner par la fille l'emprunt de la mère en donnant en garantie de cette caution ses créances ou actifs immobiliers est extrêmement dangereuse<sup>84</sup> également. On pourra toujours faire annuler pour cause illicite une caution accordée par une société pour garantir l'achat des actions par un tiers.

De quelles alternatives la société dispose-t-elle lorsque aucune de ces sûretés ne peut plus être offerte ? Une voie est exploitée depuis longtemps par la pratique anglo-saxonne: c'est la hiérarchisation "de fait" de la dette de l'émetteur combinée avec la stipulation d'exigences particulières dans le contrat d'émission (les "covenants").

## La structure de l'endettement comme garantie ou "les sûretés de fait"

Comme on l'a vu en introduction, l'émission d'obligations est une alternative au prêt bancaire soit pour financer des investissements dans le cours normal du développement de l'entreprise, soit pour financer des acquisitions, souvent en "LBO", soit pour refinancer des prêts ou faire de la titrisation.

C'est dans les deux dernières hypothèses que la structure financière de l'opération, et plus précisément la structure de l'endettement, devient primordiale. En effet, que ce soit pour accomplir une acquisition ou pour restructurer son passif, l'émetteur est en général dans une situation où il n'a plus d'actif disponible pour constituer des sûretés au profit des obligataires. Il fait déjà appel à l'aide financière de ses banquiers et de ses actionnaires. L'émission d'obligation parachève le besoin de

---

<sup>83</sup> Art. L 217-9: "Une société ne peut avancer des fonds, accorder des prêts ou consentir une sûreté en vue de la souscription ou de l'achat de ses propres actions par un tiers. "

financement, à un stade où ni les banquiers ni les actionnaires ne souhaitent plus engager de fonds supplémentaires.

C'étaient notamment les circonstances des deux émissions d'obligations à haut rendement Néopost et Moulinex en 1997<sup>85</sup> (LBO pour la première et restructuration de dette pour la seconde).

Le "mezzanine financement" constitue un exemple topique de structuration de l'endettement d'un émetteur d'obligations. "Inventé" dans les pays anglo-saxons, il s'est singulièrement développé en France, notamment au travers des opérations de LBO. Il s'agit en fait d'intercaler entre les capitaux propres et les prêts de banques commerciales un financement spécifique, le plus souvent constitué d'emprunts obligataires<sup>86</sup>. Dans les pays anglo-saxons, les obligations ainsi proposées sont presque toujours des junk bonds. Si c'est bien la procédure utilisée par les acquéreurs de Néopost, il faut remarquer que l'opération représentait une première en France, où on a en général recours à une tranche mezzanine qui offre un accès au capital, en plus de la rémunération en argent (des obligations convertibles ou des OBSA). Dans cette perspective, l'obligation à haut rendement "sèche" est moins coûteuse puisqu'elle ne conduit pas à diluer les actionnaires en plus de servir une rémunération importante.

Ainsi, la dette mezzanine est un capital intermédiaire qui se situe entre la *senior debt* caractérisée par une sécurité et une moindre rémunération (endettement classique) et le capital-risque qui offre un couple maximal rendement-risque. La morphologie du prêt est relativement facile à comprendre :

- d'un côté, une dette senior gagée sur des actifs détenus par l'entreprise ou par les actions de la société acquise ;
- d'un autre côté, une dette subordonnée remboursable après la dette senior, gagée sur les seuls cash-flows de l'entreprise.

Retenons le schéma suivant : dans le cadre d'un rachat d'entreprise avec effet de levier

---

<sup>84</sup> Cf. V. Nau, *La mezzanine à l'assaut de l'Europe*, Option finance 1989, n° 62).

<sup>85</sup> Cf. introduction, supra.

<sup>86</sup> Toutefois, dans nombre de situations, ce financement intermédiaire est constitué par un mixe d'emprunts obligataires et de valeurs représentatives du capital social. L'investisseur reçoit alors un "paquet" fait, par exemple, d'obligations et

(LBO), l'endettement est hiérarchisé avec à la fois une dette senior et une dette junior constituée par un emprunt obligataire à haut rendement. Le remboursement de la dette junior est subordonné au remboursement de la dette senior ; le paiement des intérêts est également subordonné au paiement des intérêts de la dette senior. En contrepartie de ce déclassement, on aura des taux de rémunération plus intéressants : par exemple, le taux de la dette senior sera inférieur aux conditions du marché et le taux de la dette junior supérieur. Un tel schéma fait naître des besoins de garantie forts tant pour le débiteur senior dont la situation est bâtie sur l'idée de sécurité que pour le débiteur junior dont la position est plus risquée.

Au delà de l'image de "mezzanine", c'est la notion juridique de **subordination** qui est cruciale. Le problème peut être décomposé en deux questions :

*Peut-on établir une subordination conventionnelle des créances?*

*Quels sont les moyens juridiques d'y parvenir en droit français?*

On constatera que l'essentiel des garanties accordées par l'emprunteur concerne la dette senior : elle seule est fondée sur l'idée de sécurité. La dette junior, elle, a surtout pour garantie les cash-flows de la société. De cela découle la stipulation de "covenants" : *accords* stipulant une obligation d'information des obligataires et certaines obligations de ne pas faire à la charge de l'émetteur.

L'analyse aboutit à la conclusion que la technique utilisée fait appel à des procédés juridiques bien connus des juristes français. Notre droit fournit davantage de moyens qu'il n'oppose d'obstacles.

*La subordination conventionnelle des créances est-elle autorisée?*

La subordination peut être définie comme la situation dans laquelle un créancier (le créancier *junior* ou *subordonné*) accepte de n'être désintéressé par son débiteur qu'après qu'un autre créancier (le créancier senior) du même débiteur a été remboursé.

---

d'actions.

La subordination des créances existe certainement en droit français puisqu'elle est prévue par certains textes spéciaux. En effet, le législateur français a fait place à la pratique (déjà répandue à l'étranger) des **prêts subordonnés**. Le premier texte en la matière est la loi Monory n° 78-741 du 13 juillet 1978, qui a créé les prêts participatifs. De même, la loi Delors n° 83-1 du 3 janvier 1983 a apporté les titres participatifs, la loi n° 85-695 du 11 juillet 1985 les titres associatifs; la loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985, les titres subordonnés; et enfin l'article 9 du décret n° 89-158 du 9 mars 1989, pris en application de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988, a créé les " parts spécifiques " des fonds communs de créances, parts qui supportent le risque de défaillance des débiteurs.

Mais la subordination de la dette mezzanine ne tombe dans le champ d'application d'aucun de ces textes. Elle a été créée et utilisée par la pratique, dans le cadre de relations purement contractuelles. Or le principe même de la validité de la subordination conventionnelle de dette a parfois été discuté en droit français. Cependant, en ce qui concerne les titres obligataires, le terrain est sûr puisque le législateur autorise expressément le "déclassement" pour les valeurs mobilières représentatives de créances à l'article 339-7 de la Loi de 1966:

"Lors de l'émission de valeurs mobilières représentatives de créances sur la société émettrice ou donnant droit de souscrire ou d'acquérir une valeur mobilière représentative de créances, il peut être stipulé que ces valeurs mobilières ne seront remboursées qu'après désintéressement des autres créanciers, à l'exclusion des titulaires de prêts participatifs."

Ainsi, la subordination conventionnelle est possible.

*Quelles techniques permettent la subordination conventionnelle des créances ?*

Revenons à notre hypothèse de départ, l'opération de rachat d'entreprise avec effet de levier (LBO). Les fonds disponibles sont répartis, en ordre de priorité du droit au remboursement, entre la dette senior, la dette subordonnée, et le capital. Le but est de structurer l'opération de manière à ce qu'en pratique cet ordre de priorité soit respecté en cas de difficultés financières ou de cessation des paiements. Un article publié par deux praticiens sur ce sujet<sup>87</sup> illustre parfaitement l'enjeu ici:

---

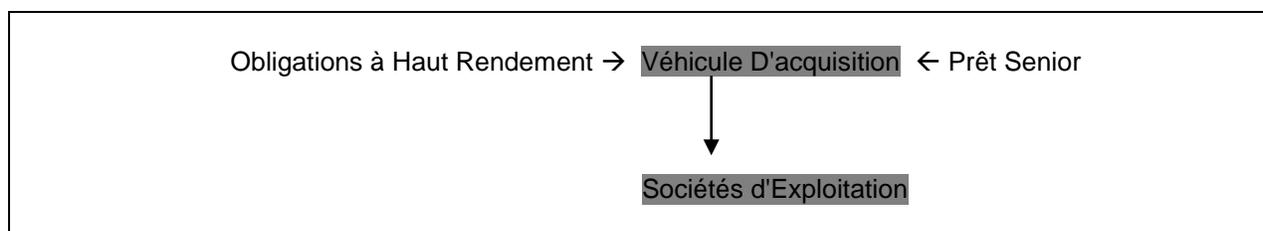
<sup>87</sup> C. Sheldon and T. Abbondante, *Great expectations: high-yield debt in European leveraged acquisition finance*, U.S. Capital Markets Report, A special IFLR report.

"this [the subordination] usually involves mixing a cocktail of various rights and positions to create an interplay of contract law, property law, the law relating to secured claims, insolvency law and corporate law that results in the required hierarchy."

La dette obligataire à haut rendement se situe évidemment au niveau intermédiaire, entre les prêteurs *senior* et les actionnaires.

Deux techniques principales sont possibles pour organiser la subordination de la dette obligataire : la subordination contractuelle et la subordination structurelle.

Dans la **subordination contractuelle**, les porteurs d'obligations à haut rendement et le créancier senior transfèrent leurs fonds à la même entité (cf. schéma 1). L'ordre de priorité entre les créanciers est établi contractuellement, en général dans le contrat d'émission des obligations.



— Schéma 1 : Subordination Contractuelle —

La subordination contractuelle est la norme dans les opérations d'acquisitions de sociétés aux Etats-Unis<sup>88</sup>.

C'est cette formule qui a été choisie pour l'emprunt Neopost. L'endettement nécessaire à l'acquisition est entièrement pris en charge par l'émetteur des obligations high yield, *Financière Neopost S.A.* La subordination est présentée ainsi dans le prospectus:

"The Notes will be senior subordinated indebtedness of the Issuer, ranking junior in right of payment to the Issuer's existing and future Senior Indebtedness, *pari passu* with the Issuer's other existing and future senior subordinated indebtedness and senior in right of payment to its existing and future Subordinated Indebtedness. (...)  
Obligations under the Credit Agreement [i.e. la dette *senior*] will be secured by liens on assets of the Issuer and its subsidiaries; the Notes are unsecured."

<sup>88</sup> Cf. C. Sheldon et Th. Abbondante, *op. cit.*, p. 15

Reste encore à déterminer plus précisément la forme juridique que peut prendre cette subordination contractuelle en droit français. Et il faut trouver une forme qui assure l'efficacité de la garantie conférée par la subordination au prêteur senior.

Comme nous l'avons déjà mentionné, la question de l'efficacité des clauses de déclassement avait été très largement débattue lors du vote de la loi n° 78-741 du 13 juillet 1978 introduisant les prêts participatifs. La nécessité de rendre définitif à l'égard des tiers le déclassement était la justification avancée pour légitimer l'intervention législative dans une matière où, partout à l'étranger, dominait la liberté contractuelle<sup>89</sup>.

Pour des dettes ordinaires, la position des débiteurs subordonnés procède en général d'une cession d'antériorité au profit des débiteurs seniors. Mais la garantie conférée par l'engagement d'antériorité paraît très fragile. En effet, le remboursement fait en violation de l'engagement d'antériorité apparaît parfaitement valable : il est opposable au créancier bénéficiaire de la promesse, en l'espèce aux titulaires de la dette senior.

On prévoit donc souvent par convention la possibilité d'obtenir la répétition des sommes versées aux titulaires de la dette junior : on se trouve alors ici en présence d'une clause dite de *claw back*. La cession d'antériorité ne vaut qu'entre les parties à l'opération. En cas de cession de la créance, le cessionnaire de la créance devra s'engager à son tour envers le ou les créanciers bénéficiaires de l'antériorité

Mais dans l'hypothèse d'une dette subordonnée constituée par des obligations, on a déjà vu que l'article 339-7 de la loi de 1966 autorise le déclassement. Néanmoins, la stipulation de priorité peut se doubler d'une stipulation pour autrui prévue à l'article 1121 du Code civil. Cette opération à trois personnes fonctionne alors avec la dette junior (les obligataires) comme promettant, l'émetteur comme stipulant, et les créanciers *senior* comme tiers bénéficiaires.

La stipulation pour autrui suppose pour être efficace d'avoir été acceptée expressément ou

---

<sup>89</sup> Caussain et Wehrli, Les prêts subordonnés en France, FEDUCI, *Prêts participatifs et prêts subordonnés : un nouveau mode de financement*, Paris, 1983.

tacitement par les tiers bénéficiaires : l'acceptation sera donnée en principe sans trop de difficultés.

La question encore en suspens devient alors de savoir si dans l'hypothèse où des titres représentatifs d'une fraction de la dette junior viennent à être cédés, l'acquéreur est tenu par le rang qu'avait accepté le cédant.

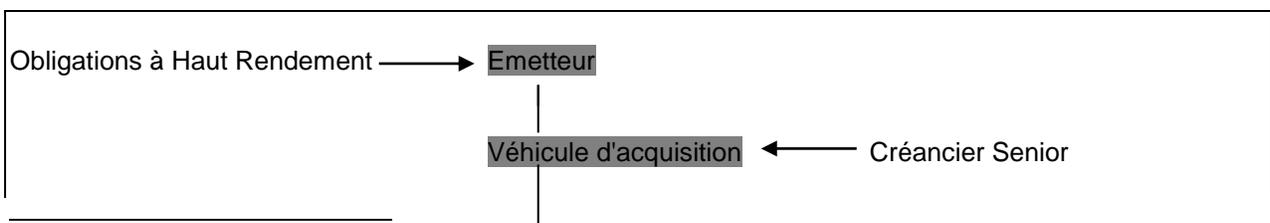
Dans certains montages, il peut être prévu que chaque cession de titre entraîne un renouvellement de l'engagement. Cette précaution est sage mais il n'est pas certain qu'elle soit indispensable. Il a notamment été soutenu que la clause de dernier rang était opposable au cessionnaire contrairement à la cession d'antériorité. Cette clause de dernier rang "affecte la créance elle-même, et est transmise avec elle" écrit un auteur. Celui-ci justifie ainsi sa position : "En effet, en acceptant que la créance qu'il avait sur la société passe en dernier rang, le promettant a ajouté à sa créance une clause accessoire que l'on peut qualifier d'anti-priviège. L'article 1692 du Code civil dispose que la vente ou la cession d'une créance comprend les accessoires de la créance tels que caution, privilège et hypothèque"<sup>90</sup>.

A titre d'illustration, voici la clause de subordination telle qu'elle a été rédigée pour l'emprunt Neopost:

**"Subordination and Ranking**

The payment of the principal of, premium, if any, and interest on, the Notes will be subordinated, as described below, in right of payment to the prior payment in full in cash or Cash Equivalents of all Senior Indebtedness. The subordination will take the form of a *stipulation pour autrui* pursuant to which the Noteholders as *promettants* and the Issuer as *stipulant* will agree to such subordination for the benefit of the holders of Senior Indebtedness."

La subordination structurelle peut prendre diverses formes. Typiquement, le créancier senior et les porteurs d'obligations apportent leur contribution à deux entités juridiques différentes (cf. schéma 2).



<sup>90</sup> L. Cioni, *La cession d'antériorité et les créances de dernier rang*, Petites affiches 1981, n° 32, p. 6.

– Schéma 2 : Subordination Structurelle –

Les fonds levés grâce à l'emprunt obligataire sont prêtés à un niveau supérieur dans la structure du groupe. Le résultat est que si les sociétés d'exploitation réalisent des bénéfices, ils remonteront sous forme de dividendes d'abord au profit des créanciers seniors, puis, seulement une fois ces derniers indemnisés, vers l'émetteur des obligations *high yield*, au profit des obligataires. Ainsi il n'est besoin d'aucune stipulation contractuelle. La subordination est de fait réalisée. Aucune objection juridique ne peut être élevée : ce schéma est parfaitement valide et légal. Néanmoins il présente un inconvénient : en cas de liquidation, les obligataires sont structurellement subordonnés également à tous les autres créanciers de l'exploitation, par exemple les fournisseurs.

*Les covenants : compléments de la subordination*

On l'aura remarqué, l'essentiel des garanties concerne la dette senior : elle seule est fondée sur l'idée de sécurité. La dette junior, elle, a surtout pour garantie les cash-flows de la société. Mais en fait la pratique ne s'arrête pas aux clauses mentionnées ci-avant. D'une part le besoin d'information, ou de documentation pour prendre un vocabulaire plus proche du monde anglo-saxon, est reconnu aux titulaires de la dette subordonnée, quasiment au même titre qu'aux titulaires de la dette senior<sup>91</sup>. En fait, la dette subordonnée présente des risques considérables en raison de son caractère de créance de dernier rang, et la logique veut qu'une information soit donnée qui soit assez proche de celle accordée aux actionnaires. D'autre part, les créanciers juniors, ici les obligataires, bénéficient de certaines "sûretés négatives" et d'autres stipulations contractuelles (généralement appelées les "covenants").

Les clauses d'interdiction de droits concurrents et l'information sur ceux qui naissent renforcent considérablement la position du fournisseur de crédit et constituent à cet égard incontestablement des garanties. Portant sur le patrimoine du débiteur, elles pourraient présenter un

---

<sup>91</sup> Aux États-Unis, l'obligation de fournir aux titulaires de la dette senior des informations de nature financière est très contraignante (Cf. notamment *Marchés et techniques financières*, 1989, n° 3).

caractère réel que l'on hésitera cependant à le leur reconnaître puisqu'elles ne font, le plus souvent, naître aucun droit direct accessoire sur aucun bien et ne donnent naissance qu'à des obligations de faire et surtout de ne pas faire. Une qualification propre à l'ensemble de ces garanties est probablement impossible à déceler. La qualification de sûreté au sens technique du terme serait assurément excessive puisque les techniques utilisées sont exclusives de tout droit de préférence et tendent seulement à préserver le gage général. Les auteurs traduisent leur embarras à l'égard de la nature exacte de ces garanties en faisant référence à des "garanties indirectes", à des "sûretés spécifiques" ou à des "pseudo-sûretés"<sup>92</sup>, catégories aux contours incertains. Ces catégories dépassent d'ailleurs les hypothèses à propos desquelles l'expression de "sûreté négative" est devenue classique avec les travaux de M. Chaput<sup>93</sup>.

Du point de vue de la pratique, ces garanties ne sont pas sans mérites, ne serait-ce que par leur souplesse et leur faible coût. Leur discrétion les fait souvent accepter mieux que d'autres garanties soumises à publicité. Leur sanction conventionnelle, prévue dans le contrat d'émission, consiste dans la déchéance du terme : la violation de l'une de ces stipulations est qualifiée de "*event of default*" dans la terminologie anglo-saxonne et entraîne au profit des obligataires le droit d'exiger le remboursement immédiat du titre. Leur efficacité repose pourtant essentiellement sur la bonne volonté du débiteur car l'opposabilité aux tiers des droits qu'elles accordent est le plus souvent limitée à celle du contrat de droit commun. Les tribunaux n'ont que rarement l'occasion d'en connaître, ce qui ne signifie pas qu'elles soient dépourvues de toute portée, ne serait-ce que parce que le débiteur s'est engagé et que les tiers avertis de la clause hésiteront parfois devant la perspective d'un contentieux à l'issue incertaine.

On peut citer à titre d'exemple, et sans prétendre à l'exhaustivité, certaines de ces clauses.

### **Droit à l'information.**

Le droit à l'information, ou encore droit de regard est ainsi stipulé dans l'emprunt Neopost :

**"Financial Information; Other Information**

During the term of the Notes, the Issuer shall provide to the Fiscal Agent and to any Noteholder

---

<sup>92</sup> Cf. notamment : Vasseur, *Les garanties indirectes du banquier*, RJ com., numéro spécial février 1982, p. 104 ; Rives-Lange et Contamine-Raynaud, *Droit bancaire*, Dalloz, 1995, 6e éd., n° 428 et s. ; Cabrillac et Mouly, *Droit des sûretés*, Litec, 1997, n° 576 et s.)

<sup>93</sup> Chaput, *Annales de la faculté de Clermont*, 1974, p. 167 et s. ; Chaput, *Les sûretés négatives*, Jurisclasseur Banque et Crédit, Fasc. 790).

upon request copies of its (i) audited consolidated annual financial statements as soon as they are available (...) and (ii) unaudited consolidated semi-annual financial statements as soon as they are available (...). Such financial statements shall in each case be accompanied by a discussion and analysis by management of the Company's financial condition and results of operations. (...)"

### **Clauses interdisant de disposer de certains biens.**

Le contrat stipule que l'emprunteur ne peut, pendant la durée du prêt et sauf accord préalable des souscripteurs, disposer de certains biens. Ils établissent en quelque sorte un droit de veto au profit du créancier. Il peut s'agir soit de clauses d'inaliénabilité au sens propre, soit de clauses interdisant de concéder des sûretés réelles (stipulation dite *pari passu*)

L'interdiction d'aliéner peut porter sur la vente ou l'apport en société de tel ou tel immeuble, fonds ou meuble. Elle peut concerner une cession de brevet ou de marque. Ainsi, "Moulinex ne peut notamment céder d'immobilisations d'une valeur supérieure à 100 millions de francs sans l'autorisation des détenteurs d'obligations et doit maintenir son rapport endettement sur fonds propres en deçà d'un taux révisé à la baisse chaque année"<sup>94</sup>

Les contrats d'émission d'obligation peuvent aussi interdire d'hypothéquer, de vendre à réméré, ou de nantir au profit d'autres créanciers. Ces clauses interdisant de concéder des sûretés sont fréquentes dans le commerce international et sont désignées par l'expression *negative pledge*. Une variante se rencontre souvent : la clause *pari passu*. Elle permet au débiteur de concéder des sûretés à des tiers à condition d'accorder le même rang au créancier originaire. La clause *pari passu* est aujourd'hui systématique dans les emprunts obligataires émis. Elle assure un traitement égal aux obligataires relevant de plusieurs émissions. L'émetteur s'engage à ne pas conférer à des créanciers ou à des emprunteurs obligataires précédents une hypothèque ou un nantissement sur fonds de commerce sans en faire bénéficier au même rang les présentes obligations. Ainsi, dans l'emprunt Neopost:

"The Notes will be senior subordinated indebtedness of the Issuer, ranking junior in right of payment to the Issuer's existing and future Senior Indebtedness, *pari passu* with the Issuer's other existing and future senior subordinated indebtedness and senior to all existing and future senior Subordinated Indebtedness."

---

<sup>94</sup> F. Vidal, *Moulinex innove avec les obligations à haut rendement*, Option Finance, n° 463, 25 août 1987, p. 18. L'article poursuit: "La fixation de ces limites a cependant été rendue très difficile, car les dirigeants redoutaient de voir leur indépendance de gestion significativement restreinte. "Nous avons envisagé de soumettre le déclenchement du remboursement anticipé, lorsque certains "covenants" étaient atteints (notamment ceux limitant les cessions d'actifs) à l'accord préalable des deux tiers des souscripteurs, plutôt que d'opter pour un déclenchement automatique", explique Martine Boutiney. Mais cette initiative a provoqué une réaction très vive de la part des investisseurs, qui considéraient que les *covenants* devaient conserver leur caractère obligatoire. Aussi le groupe a-t-il préféré renoncer à cet accord préalable."

### **Clauses imposant des obligations de ne pas faire.**

Certains actes susceptibles de porter atteinte à la valeur de tel ou tel bien ou du gage général peuvent être interdits, sauf accord préalable des obligataires. La prohibition concerne, par exemple, les baux, la location gérance, le crédit-bail, les emprunts, les licences de brevets ou marques. Le débiteur peut s'engager à ne pas cautionner des tiers. Les clauses peuvent encore limiter la distribution de dividendes, l'émission de nouvelles obligations, imposer le respect de ratios financiers. La liberté des conventions autorise de nombreuses variantes. Elle permet d'imposer des obligations aux filiales comme aux sociétés mères.

Le prospectus Neopost stipule notamment les obligations de ne pas faire suivantes:

**"Limitation on Indebtedness.** The Issuer will not (...) Incur any Indebtedness (...) unless at the time of such event and after giving effect thereto on a pro forma basis the Issuer's Interest Coverage Ratio for the four full fiscal quarters immediately preceding such event, taken as one period, calculated on the assumption that (...) would have been at least equal to 2.5:1.00."

**"Limitation on Liens.** The Issuer will not Incur any Indebtedness secured by a Lien ("Secured Indebtedness") which is *pari passu* with, or subordinated in right of payment to the Notes unless contemporaneously therewith effective provision is made to secure the Notes equally and ratably (...) such Secured Indebtedness for so long as such Secured Indebtedness is secured by a Lien."

### **Conclusion**

## Bibliographie

### Ouvrages

B. Audit, Droit international privé, Economica, 1991

J-P. Bouère, Ph. Derouin, J-M. Desaché, A. Duhamel, E. Malinvaud et H. de Vauplane, Titres & emprunts obligataires, Tome 1, Banque éditeur, 1998

J. Carbonnier, Droit Civil, Tome 4, Les Obligations, PUF, 1996

C. Houpin et H. Bosvieux, Traité général théorique et pratique des sociétés civiles et commerciales et des associations, Tome 1, sixième édition, Imprimerie de la Cour d'Appel, 1929.

J. Huet, Les principaux contrats spéciaux, L.G.D.J., 1996

M. de Juglart et B. Ippolito, Traité de droit commercial, Tome 7, Banques et Bourses, 3<sup>ème</sup> édition par Lucien M. Martin, Montchrestien, 1991.

H., L. et J. Mazeaud, Leçons de droit civil, Tome 3, deuxième édition, Montchrestien, 1963.

H., L., J. Mazeaud et F. Chabas, Leçons de droit civil, Tome 2, huitième édition, Montchrestien, 1991.

G. Ripert et R. Roblot, Traité de droit commercial, Tome 2, treizième édition, L.G.D.J., 1992.

### Encyclopédies

Jurisclasseurs : *Sociétés et Banque et Crédit.*

Répertoire Dalloz

### Reuves

Diverses revues juridiques ont été utilisées, dont les articles sont référencées en note de bas de page. Les articles les plus anciens ou les plus difficiles à trouver sont joints au mémoire en annexe, par commodité. Trois revues ont été parcourues de manière exhaustive pour les 15 dernières années:

Revue de droit bancaire et de la bourse  
International Financial Review

Option Finance

## Documents annexés

- CA Paris, 3<sup>ème</sup> chambre, 11 mars 1967, JCP 1968, II, n° 15334, Observations H.B.
- Cass., Req., 5 décembre 1887, D.P. 1888, I, p. 430.
- Trib. De Commerce de la Seine, 29 juillet 1899, Journal des sociétés civiles et commerciales, 1900, p. 273
- *B. Auger*, Les obligations à coupons variables, Rec. Jur. des sociétés, 1921, Dissertations théoriques et pratiques, p. 99s.