



Compétitivité, Liquidité et Transparence du marché obligataire

Par Florent Bouyer, Mayer Brown

Les réformes successives du rachat obligataire initiées depuis 2010 visent à favoriser une plus grande liquidité et une meilleure transparence du marché des obligations d'entreprises.

Auto-détention d'obligations

Depuis mars 2011, les émetteurs d'obligations admises aux négociations sur un marché réglementé ou sur un SMNO peuvent racheter leurs obligations sans les annuler. Cette réforme met fin à une interdiction héritée de la loi du 24 juillet 1966. Si de nombreuses émissions préalables à octobre 2010 demeurent encore contraintes par leur documentation (mention de l'annulation des titres rachetés), cette réforme constitue une avancée significative pour la compétitivité du marché obligataire en France.

Principales caractéristiques :

- Limitation de la détention à 15 % d'une même émission pendant une durée maximale d'un an (au-delà les titres non cédés seront annulés)
- Suspension des droits financiers (intérêts) et politiques (exercice des droits au sein de la masse) attachés aux obligations détenues
- Information ponctuelle (si le rachat porte, en une ou plusieurs fois, sur plus de 10 % de la souche ainsi que pour chaque tranche supplémentaire de 10 %) semestrielle (nombre de titres rachetés et de titres restant en circulation) du marché
- Respect de certaines conditions de prix (limite du cours de bourse) et de volume

Contrat de liquidité obligataire

Conséquence logique de cette réforme, l'AMF a publié le 8 juin 2012 une décision

permettant aux émetteurs de conclure un contrat de liquidité avec un PSI et ainsi de bénéficier du safeharbour au titre de la directive « abus de marché ». Le contrat de liquidité obligataire, comme le contrat de liquidité sur actions avec lequel il a de nombreux points communs, vise à favoriser la liquidité des transactions et la régularité des cotations ou à éviter les décalages de cours non justifiés par la tendance du marché.

Principales caractéristiques :

- Possibilité d'animation par plusieurs PSI, chaque ligne obligataire ne pouvant être animée que par un seul PSI
- Information du marché préalablement à sa mise en œuvre puis sur une base semestrielle et information mensuelle de l'AMF
- Conformité aux principes énoncés par la charte Paris Europlace du 26 avril 2012 (très proche de celle établie par l'AMAFI pour les titres de capital, à l'exception du principe de sortie en espèces) : spécialisation et indépendance de l'animateur, continuité des interventions, etc.
- Absence d'application des limites de prix et de volumes évoquées ci-avant
- Interdiction faite à l'émetteur, pendant la durée du contrat, d'intervenir sur les titres concernés afin d'éviter des « interventions multiples, contradictoires »
- Suspension du contrat (i) en cas d'offre de rachat, d'offre d'échange ou

de lancement d'une émission fongible et (ii) pendant une période de stabilisation. Pour mémoire, les contrats sur actions sont restreints en période d'offre publique ou de pré-offre ou suspendus pendant une période de stabilisation.

Rachats obligataires

Le rachat d'obligations peut être réalisé au fil de l'eau ou dans le cadre de procédures normées.

Préalablement à mai 2010, deux procédures étaient prévues. La première (offre publique) a été très peu utilisée (deux fois entre 2006 et 2009) dans la mesure où elle était inadaptée (calendrier, recours à un expert indépendant) et volontaire. La seconde (procédure de désintéressement) imposait un seuil (30 %) au-delà duquel le désintéressement était obligatoire sans pour autant que l'AMF ne dispose d'un pouvoir de sanction en cas de non-respect ou des informations nécessaires pour l'imposer (absence d'obligations déclaratives sur les rachats effectués). L'AMF a modifié son Règlement général en 2010 afin de prévoir une procédure unique dite d'acquisition ordonnée visant, à la seule initiative de l'émetteur, à offrir à l'ensemble des porteurs la faculté de céder ou d'échanger tout ou partie des titres de créance qu'ils détiennent. Pour mémoire, la logique applicable aux titres donnant accès au capital est proche de celle de l'ancienne procédure de désintéressement (offre publique ou obligation de rachat si certains seuils sont dépassés). ■