



TAUX NEGATIFS, RENDEMENTS NEGATIFS ET EMISSIONS OBLIGATAIRES EN DROIT FRANÇAIS

PARIS, 1^{ER} SEPTEMBRE 2015



Comité de Normalisation Obligataire/The French Bond Association

Association régie par la loi du 1er juillet 1901

8 rue du Mail 75002 Paris

<http://www.cnofrance.org>

Avertissement : L'analyse juridique qui suit est celle de son auteur ; elle n'engage pas le Comité de Normalisation Obligatoire. De plus elle ne vaut que pour le droit français ; les références à d'autres droits ne sont données qu'à titre d'illustration.

Remerciements : Je remercie pour leurs conseils et interrogations et par là leurs précieuses contributions : Alice Bonardi, Véronique Delaittre, Antonin Deslandes, Hervé Ekué, Ary Elbaz, Jean-Marc Fossorier, Cenzi Gargaro, Benoît Géraud-Escaffre, Alexandre Ippolito, Hervé Labbé, Philippe Laroche, Ludovic Lombroso, Pierre Mathoulin, Matthieu Milan, Jean-Michel Moinade, Yedau Ogoundele, Christian Pfister, Frédéric Phan et Isabelle Renaudie.

Gilles Endréo
Docteur en droit
Avocat au barreau
White & Case

Sommaire

Résumé	1
1. INTRODUCTION	2
1.1. La question	2
1.2. Histoire	2
1.3. Droit comparé.....	3
1.4. Taux d'intérêt négatif – pratique de marché	3
1.5. BCE.....	4
1.6. ICMA – émissions obligataires.....	4
1.7. LMA - prêts bancaires.....	4
1.8. ISDA - FBF - Produits dérivés	5
1.9. ISDA - Collatéral	5
1.10. ICMA - FBF - Pension livrée ou repo	6
1.11. Conclusion sur la pratique de marché.....	7
1.12. Taux d'intérêt négatif et rendement négatif.....	9
2. EMISSIONS OBLIGATAIRES A TAUX NOMINAL NEGATIF	9
2.1. Émissions obligataires assimilables à un prêt	10
2.1.1. Émission obligataire dotée d'un plancher (<i>floor</i>) à 0 %	10
2.1.2. Émission obligataire sans plancher (<i>floor</i>) à 0 %.....	11
2.2. Émissions obligataires étrangères à l'idée de prêt	12
2.2.1. Exemple d'émissions obligataires étrangères au prêt d'argent.....	13
2.2.2. Émissions obligataires stipulant un taux négatif.....	14
3. EMISSIONS OBLIGATAIRES A RENDEMENT NOMINAL NEGATIF	16
3.1. Suppositions	16
3.2. Émission obligataire à rendement négatif assimilable à un emprunt.....	16
3.3. Émissions obligataires à rendement négatif et étrangères à l'idée de prêt	17
CONCLUSION.....	18
Participants	19
Disclaimer.....	20

Résumé

Les taux négatifs sont devenus fréquents et le CNO s'est interrogé sur le cas où l'application des formules de calcul de coupon ferait apparaître des coupons négatifs (cas des FRN sans floor dans le contrat d'émission).

À côté des taux négatifs on constate aussi aujourd'hui des obligations dont le rendement est négatif (cas des obligations zéro coupon émises au-dessus du pair et remboursables au pair).

Gilles Endreo présente une analyse juridique « Taux négatifs, rendements négatifs et émissions obligataires en droit français »

Cette étude balaye les différents codes spécifiquement applicables aux obligations (Code de commerce, Code monétaire et financier, etc.) et constate qu'il n'est pas fait référence à des taux ou rendements négatifs.

L'analyse tant des coupons négatifs que des rendements négatifs repose donc en dernière instance sur les dispositions du Code civil en matière d'emprunts d'argent. Celui-ci dispose qu'il ne peut y avoir d'emprunt à perte, ce qui s'interprète comme un *floor* implicite à zéro.

Les fournisseurs de données appliquent un *floor* implicite à 0%.

À condition d'être très clair sur ce point, un contrat d'émission d'obligations pourrait d'ailleurs prévoir un taux ou un rendement négatif mais l'émission ne serait plus un emprunt (ce serait un dépôt, le dépositaire se faisant rémunérer par le déposant pour la conservation de son argent). Le régime fiscal de cette rémunération ne serait pas le même que celui d'intérêts.

1. INTRODUCTION

1.1. La question

De par leurs politiques accommodantes et non conventionnelles, « les banques centrales ont fait apparaître que le plancher du taux zéro sur les taux nominaux était pour le moins poreux »¹. Un quart de l'encours de la dette souveraine européenne se traite à des taux inférieurs à 0 %² et les rendements négatifs gagnent aujourd'hui la dette *corporate*³.

Cette entrée des taux en territoire négatif oblige à se poser des questions juridiques fondamentales : un emprunt obligataire à taux flottant peut-il en droit entrer en territoire négatif ? Peut-il être assorti d'emblée d'un taux nominal négatif ? Ou bien – et l'on sent que c'est la réponse que les marchés voudraient – existe-t-il un plancher, un *floor*, à zéro ?

Il est impossible de répondre de manière générale et abstraite à cette question. La réponse passe par le droit auquel est soumis l'emprunt obligataire en question. Si l'Etat français soumet ses emprunts obligataires (obligations assimilables du Trésor) uniquement au droit français, les autres émetteurs français d'obligations ont recours à une large palette de droits parmi lesquels le droit anglais figure en bonne place. Il reste cependant que les émetteurs français soumettent majoritairement leurs emprunts obligataires au droit français. Les développements qui suivent ne valent que du point de vue du droit français.

Le droit n'existe pas comme dans une bulle, imperméable au milieu ambiant. Au contraire il est le résultat d'un milieu humain, social, économique. S'agissant des règles juridiques applicables aux taux d'intérêt négatifs, l'histoire, le droit comparé et la pratique de marché sont riches d'enseignement.

1.2. Histoire

L'émergence de taux d'intérêt nominaux négatifs s'est produite en premier lieu dans le cadre des politiques monétaires menées par les banques centrales, notamment afin de dissuader la thésaurisation de l'argent ou de contrer l'appréciation d'une monnaie du fait d'entrées de capitaux persistantes.

La Banque nationale suisse a ainsi été amenée, dès les années 1970, à interdire aux établissements de crédit situés sur son territoire de verser un intérêt sur les avoirs étrangers placés auprès de ces établissements, puis à imposer le versement d'une commission de 2% par trimestre sur ces mêmes fonds, avant enfin de décider d'un taux négatif sur les fonds déposés auprès d'elle. En 2009, la Banque centrale suédoise a imposé un taux négatif de 0,25% sur les fonds déposés dans ses coffres pendant un an afin de décourager la thésaurisation et, corrélativement, de stimuler le crédit aux entreprises et aux particuliers. La Banque centrale danoise a également pratiqué des taux négatifs (-0,2% puis -0,1%) sur les fonds déposés dans ses coffres entre juillet 2012 et avril 2014, avec pour objectif de limiter l'appréciation indésirable de la couronne danoise, causée par l'entrée de capitaux apportés par des investisseurs à la recherche de sécurité dans le contexte de la crise de la zone euro. Enfin, la Banque centrale européenne (BCE), depuis décembre 2014, ainsi que la Banque nationale suisse, depuis janvier 2015, imposent actuellement des taux négatifs sur les fonds déposés auprès d'elles, respectivement afin de stimuler le crédit aux entreprises et aux particuliers et afin d'empêcher une appréciation artificielle du franc suisse causée par l'entrée massive de capitaux.

¹ Rapport trimestriel de la Banque des Règlements Internationaux, mars 2015.

² Les Echos, vendredi 6 et samedi 7 février 2015, p. 1.

³ Les Echos, lundi 9 février 2015, p. 1.

Sans doute influencés par les taux d'intérêt négatifs pratiqués occasionnellement par les banques centrales, les taux du marché interbancaire peuvent, à leur tour, se retrouver en territoire négatif. La première manifestation de ce phénomène s'est produite à notre connaissance sur le marché de l'euroyen londonien à la fin de l'année 1998, quand J.P Morgan et Barclays Capital ont indiqué, à la demande de l'association des banquiers britanniques, des taux d'intérêt négatifs pour accepter des dépôts en yen, dans le cadre de la fixation du taux au jour le jour pratiqué sur le marché de l'euro-yen. Plus récemment, plusieurs taux du marché interbancaire affichent actuellement des taux d'intérêt négatifs et, le 21 avril 2015, l'Euribor 3 mois est passé pour la première fois de son histoire en territoire négatif⁴.

Outre l'étude de l'histoire des taux négatifs celle du droit comparé ne peut être négligée.

1.3. Droit comparé

Après le droit français le droit anglais est certainement le droit le plus utilisé par les émetteurs français d'obligations. Il convient donc d'en donner un bref aperçu. La règle d'or (*golden rule*) en droit anglais est que le juge ordonne l'exécution du contrat tel qu'il est écrit, sans y ajouter ou retrancher. Le juge anglais répugne à supposer des stipulations qui ne sont pas expresses dans les contrats (ce qu'on appelle des *implied terms*). Il s'en suit qu'en l'absence d'un plancher explicite à 0 % dans les modalités des obligations, il est peu probable que l'on puisse inférer un tel plancher implicite (*implied*). Il reste cependant que les modalités des emprunts obligataires classiques dits *plain vanilla* ne prévoient de paiements, qu'il s'agisse des coupons ou du principal, que par l'émetteur aux porteurs. De ce point de vue, les modalités des emprunts obligataires sont identiques que l'emprunt soit soumis au droit français ou au droit anglais. En l'absence de clause de paiement des porteurs à l'émetteur il ne va pas de soi que l'on puisse – même en droit anglais – obliger un porteur à payer un coupon négatif à l'émetteur. Enfin le juge anglais aura aussi égard, pour décider ou non que le porteur doit s'acquitter d'un coupon négatif, à la pratique de marché mais à condition qu'elle soit bien établie⁵. Quelle est donc la pratique de marché ?

1.4. Taux d'intérêt négatif – pratique de marché

Si certains taux en euros sont aujourd'hui devenus négatifs, c'est principalement en raison de la politique monétaire poursuivie par la Banque centrale européenne (BCE). C'est donc par la position de la BCE sur les taux d'intérêt négatifs qu'il convient de commencer. Par la suite, on donnera un aperçu des réponses apportées à la question des taux négatifs par différentes associations professionnelles dans leurs documentations standards⁶.

⁴ Silvio Gesell, inventeur de la « monnaie fondante », J.-M. Daniel, Le Monde Economie, 27 septembre 2010. L'histoire du taux d'intérêt négatif, C. Chavagneux, Alternatives Economiques n°169, avril 1999. La Suisse introduit un taux d'intérêt négatif sur certains avoirs bancaires, D. Guinot, Le Figaro Economie, 19 décembre 2014. Pourquoi les banques centrales décident de mettre en œuvre des taux d'intérêt négatifs ? La Tribune, 21 mars 2013. BCE : Mario Draghi teste pour la première fois les taux négatifs, Le Huffington Post, 5 juin 2014.

⁵ Voir en ce sens par exemple la *Briefing Note* de Clifford Chance de février 2015, Negative LIBOR – implications under syndicated lending documentation : « In the absence of a Zero Floor is there an implied term to the effect that the overall interest rate will never fall below the margin? Unlikely. English law is reluctant to imply terms in contracts, particularly where those contracts are made between sophisticated parties. » Cette *Briefing Note* est disponible sur le site internet de Clifford Chance. Elle a été écrite à propos des prêts syndiqués mais elle est transposable aux emprunts obligataires.

⁶ On retiendra ici les quatre suivantes : l'International Capital Markets Association (ICMA), l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA), la Loan Market Association (LMA) et la Fédération Bancaire Française (FBF).

1.5. BCE

On sait qu'au sein de l'Eurosystème les opérations de refinancement supposent nécessairement des remises en garantie (collatéral). On sait également que pour être éligibles à une remise en collatéral auprès de la BCE, les titres doivent remplir certaines conditions. Or, le 16 avril 2015, la BCE a modifié ses *guidelines* en la matière en excluant désormais les instruments de taux dont le coupon, aussi bien fixe que flottant, entre en territoire négatif⁷. La BCE ne souhaite donc pas recevoir en collatéral des titres qui pourraient la rendre débitrice d'un coupon négatif. Il y a quelque chose de savoureux dans cette position quand on sait que, si certains taux de référence sont aujourd'hui négatifs, c'est en grande partie parce que depuis juin 2014, la BCE elle-même a rendu négatif le taux de facilité des dépôts qu'elle administre.

1.6. ICMA - émissions obligataires

On dit parfois que l'ICMA considère qu'un taux est nécessairement affecté d'un plancher implicite à 0 %, ce qui expliquerait la position des émetteurs qui, à notre connaissance, ne demandent pas à leurs investisseurs le paiement de coupons négatifs. Pourtant, les règles et recommandations de l'ICMA⁸ relatives aux marchés primaires et secondaires, lesquelles sont constamment mises à jour pour tenir compte de l'évolution des marchés, ne se prononcent pas sur la question des taux d'intérêt négatifs. On ne trouve même pas dans les recueils de l'ICMA une option de plancher à 0 % tel qu'il figure dans la documentation LMA (qui sera étudiée ci-dessous). La différence d'approche s'explique peut-être par le droit applicable. La documentation standard proposée par la LMA est soumise à des droits spécifiques. Il existe par exemple une version de droit français et une version de droit anglais de sa Convention de Crédit. À l'inverse, les recommandations ICMA applicables au marché obligataire ne sont, elles, pour l'essentiel, pas soumises à un droit particulier⁹. Elles visent simplement à promouvoir les meilleures pratiques de marché (quel que soit le droit applicable aux émissions obligataires). Comme la question du taux d'intérêt négatif est avant tout une question juridique, il est difficile pour l'ICMA de se prononcer.

1.7. LMA - prêts bancaires

Il n'est pas rare que des financements bancaires stipulent un intérêt calculé selon une formule comprenant un taux de référence variable (LIBOR et EURIBOR principalement) augmenté ou diminué d'une marge. Cette formule de calcul peut conduire à ce que le taux d'intérêt nominal passe en territoire négatif et donc que le prêteur se retrouve, au moins théoriquement, débiteur du montant d'intérêt. La LMA, dans sa documentation standardisée de droit français modifiée en novembre 2014, laisse aux parties le choix de stipuler un plancher à zéro afin que le taux de référence utilisé ne puisse

⁷ Guidelines of the ECB of 16 April 2015 amending Guideline (EU) 2015/510 on the implementation of the Eurosystem monetary policy framework. Article 63 "Acceptable Coupon structures for marketable assets": "In order to be eligible, debt instruments shall have either of the following coupon structures until final redemption:

(a) fixed, zero or multi-step coupons... that may not result in a negative cash flow; or

(b) floating coupons that may not result in a negative cash flow..."

⁸ ICMA Primary Market Handbook et ICMA Secondary Market Rules & Implementation.

⁹ On notera toutefois que l'Agreement Among Managers possède des versions droit anglais, droit français et droit allemand.

pas s'avérer négatif¹⁰. La stipulation de ce plancher, qui ne concerne que le taux de référence et non l'intérêt composé du taux de référence augmenté ou diminué d'une marge, et qui de plus est optionnelle, ne règle pas la question de la validité d'un taux négatif en droit français.

1.8. ISDA - FBF - Produits dérivés

L'exemple est ici celui d'un contrat d'échange (*swap*) de taux d'intérêt par lequel une entreprise endettée à taux variable bénéficiera d'un taux fixe, sa contrepartie lui versant les flux correspondant au taux variable. Dans l'hypothèse où le taux variable stipulé entre les parties deviendrait négatif, la question est de savoir si le payeur du montant fixe peut se contenter de payer le montant fixe initialement prévu, ou s'il doit ajouter à ce montant fixe le montant variable désormais négatif.

Si le *swap* s'intègre dans un contrat-cadre de droit anglais auquel s'appliquent les Définitions 2006 ISDA¹¹, et si ce contrat-cadre (ou d'ailleurs le *swap* qui en sort) ne contient pas d'autres stipulations sur les taux négatifs, alors c'est la « *floating negative rate method* » qui s'applique. Il s'en suit que le payeur du montant fixe devra ajouter l'intérêt négatif variable au montant qu'il doit payer et que le payeur du montant variable ne paiera rien. Cependant, les parties peuvent opter pour la « *zero interest rate method* », auquel cas le payeur du montant fixe est en droit de considérer que le montant variable négatif est assorti d'un plancher à 0 %. Il ne paiera donc que le montant fixe prévu au contrat et le payeur du montant variable, comme dans l'hypothèse précédente, ne paiera rien.

C'est la solution de principe de l'ISDA (*floating negative rate method*) qui a été retenue par l'additif technique FBF (Fédération Bancaire Française) « relatif aux échanges de conditions d'intérêt ou de devises ». L'additif technique FBF de mars 2007 contient une stipulation spéciale ajoutée en juillet 2013 : « *Intérêts négatifs: Si, pour une Période d'Application des Montants Variables considérée, le Montant Variable est négatif, alors le montant payable par le Payeur des Montants Variables (la «Partie A») sera réputé être égal à zéro et l'autre Partie paiera à la Partie A un montant égal à la valeur absolue du Montant Variable considéré à la date à laquelle le Montant Variable aurait été payé s'il avait été positif* ».

Les documentations standards de l'ISDA et de la FBF entérinent donc, au moins à titre de principe, la position selon laquelle un taux d'intérêt négatif peut être versé par une partie qui percevait auparavant le montant correspondant au taux d'intérêt variable lorsque celui-ci était positif.

1.9. ISDA - Collatéral

La remise de *cash collateral*¹² sert, dans plusieurs types d'opérations financières, à garantir le récepteur des espèces contre un risque de crédit. Par exemple, dans un *swap*, le collatéral sert à couvrir les flux financiers futurs attendus. Si la contrepartie qui doit payer ces flux futurs fait faillite avant de s'être acquittée de ces flux, le collatéral permet de couvrir les pertes subies par la partie qui était censée recevoir les flux en question. En période de taux d'intérêt positif, la règle est que le récepteur du collatéral verse un intérêt au fournisseur de ce collatéral. Le taux de l'intérêt est en principe l'EONIA lequel – on le sait – est passé en territoire négatif depuis un certain temps. Dans ces conditions le

¹⁰ Voir les révisions proposées par la LMA dans ses modèles de convention de crédit en novembre 2014. La version de droit anglais de la documentation LMA, elle aussi révisée en novembre 2014, contient les mêmes stipulations concernant le taux de référence qui ne peut être inférieur à 0 %.

¹¹ Telles que modifiées à la Section 6.4 pour tenir compte des taux négatifs par un supplément du 8 août 2009.

¹² C'est-à-dire la remise d'une somme d'argent à titre de garantie.

fournisseur du collatéral doit-il, en plus de ce collatéral, rémunérer le récepteur du collatéral en lui remettant la valeur absolue de l'EONIA ?

On a observé, à la suite de l'entrée des taux courts en territoire négatif, des divergences marquées dans la pratique du collatéral. D'où la publication en mai 2014 de l'ISDA 2014 Collateral Agreement Negative Interest Protocol. Bien que l'adhésion à ce protocole soit complexe et qu'il contienne d'assez nombreuses exclusions, elles-mêmes susceptibles de dérogations, celui-ci tend progressivement à devenir la norme¹³. Loin de stipuler un plancher à 0 %, ce protocole prévoit au contraire expressément que les taux d'intérêt négatifs doivent être pris en considération pour le calcul des sommes dues par les contreparties. Il s'ensuit que le fournisseur (*poster*) du collatéral doit effectuer un complément de versement si le taux rémunérant le collatéral devient négatif, sauf à ce que ce complément ne soit neutralisé par la périodicité des appels de marge (en cas d'appels, par exemple mensuels, des taux d'intérêt négatifs pourront être compensés avec des taux positifs pendant la période d'un mois) ou que les systèmes de paiements par lesquels transitent le collatéral n'y fassent obstacle (certaines contreparties peuvent se heurter à des difficultés lors de paiements d'intérêts négatifs)¹⁴.

1.10. ICMA - FBF - Pension livrée ou repo

La pension livrée est définie par le Code monétaire et financier (article L.211-27) comme l'opération par laquelle une personne (A) cède en pleine propriété à une autre personne (B), moyennant un prix convenu, des titres financiers, le cédant et le cessionnaire s'engageant respectivement et irrévocablement, le premier à reprendre les titres, le second à les rétrocéder pour un prix et à une date convenue. La pension livrée est connue des professionnels sous le vocable de « *repurchase transaction* » ou mieux « *repo transaction* ».

Aucune disposition n'empêche les parties de stipuler dans leur convention que le prix auquel la partie B rachètera les titres à la partie A à l'échéance sera différent du prix auquel la partie A avait initialement cédé les titres à la partie B. On observe à cet égard qu'en pratique, le prix de rachat est déterminé par l'application d'un taux d'intérêt sur la somme versée par la partie B lors de la vente initiale pendant la durée courant entre la vente et le rachat¹⁵.

Si un tel taux est négatif, ce qui peut se produire dans un contexte de forte demande pour une catégorie de titres donnée, la partie B se verra racheter les titres à l'échéance à un prix inférieur à celui versé par elle au moment de la cession initiale. Par ailleurs, dans le cadre d'une pension livrée, les parties peuvent prévoir qu'en fonction de la variation du portefeuille de titres cédé, un appel de marge pourra être demandé à la partie A (en cas de baisse de la valeur du portefeuille) ou à la partie B (en cas de hausse de la valeur du portefeuille). Ces appels de marge porteront intérêt à un taux et seront payés à des échéances convenus par les parties : cette hypothèse est prévue par l'article 4 (f) du Global Master Repurchase Agreement de l'ICMA qui est soumis au droit anglais.

La convention-cadre FBF relative aux pensions livrées, qui elle est soumise au droit français, contient des stipulations similaires.

¹³ Selon la Market Guidance concerning Interest Rates on Cash Collateral Under ISDA Collateral Agreement, à la date du 13 mars 2015, 235 institutions parmi les plus représentatives dans le monde, avaient adhéré au protocole.

¹⁴ L'annexe FBF correspondante est l'annexe Remise en Garantie de 2007. Contrairement au document ISDA cette annexe FBF n'a pas été actualisée. Il en résulte que seul le Bénéficiaire de la remise doit payer des intérêts au Constituant de la Remise en Garantie.

¹⁵ On parlera alors de *repo rate* si les titres objets de la pension livrée sont de ceux généralement acceptés sur le marché du *repo* (typiquement des titres de dette souveraine ou des titres assimilés) ou de *special rate* si les titres objets de la pension livrée sont d'une classe particulière.

Dans le cadre de la pension livrée, on observe donc que la présence de taux d'intérêt négatifs peut conduire à ce que l'acheteur des titres verse des intérêts au vendeur.

Certes, selon la définition du Code monétaire et financier, ces taux d'intérêt négatifs s'appliquent à une opération de vente et de rachat de titres, opération garantie par le versement d'une somme d'argent (*cash collateral*). Cependant, économiquement, on peut voir l'opération à l'envers : le cédant des titres devient alors l'emprunteur de l'argent (le *cash collateral*) et cède les titres en garantie (collatéral), et le cessionnaire des titres est celui qui prête l'argent. L'ICMA relève que, vue sous cet angle, « avant la crise, la pension livrée était le seul instrument financier pouvant servir un taux pouvant devenir négatif dans des conditions de marché normales¹⁶ » (traduction libre – nous soulignons) et que le débat actuel ne s'articule pas autour de la question de savoir si des taux d'intérêt négatifs peuvent être pratiqués – ce qui est accepté dans la pratique depuis plusieurs années dans certaines circonstances – mais autour de la question de savoir si les taux d'intérêt négatifs pratiqués ne sont pas aujourd'hui à des niveaux si négatifs qu'ils en deviennent décorrélés de la valeur réelle des biens qui s'échangent sur le marché du *repo*.

Il est intéressant ici de noter que, malgré l'article L.211-27 du Code monétaire et financier qui définit la pension livrée comme une cession de titres suivie d'un rachat, une partie de la doctrine juridique française analyse la pension livrée comme un prêt d'argent : « Dans la pension livrée, une partie cède des titres à une autre partie, qui en contrepartie lui verse des espèces, que d'aucuns analysent comme le prix de vente, et en lesquelles d'autres, comme nous, voient les fonds prêtés (les titres leur servant de garantie). Le prix versé par l'« acquéreur » tient lieu de prêt »¹⁷. Le même auteur est quand même gêné par la qualification de prêt d'argent lorsque le taux devient négatif. Il considère qu'en cas de taux négatif la relation s'inverse, et que la pension livrée n'est plus un prêt d'argent mais devient un prêt de titres¹⁸.

1.11. Conclusion sur la pratique de marché

Il est difficile de tirer une conclusion des différentes documentations et recommandations produites par les associations professionnelles des marchés : il existe presque autant de solutions qu'il y a de marchés concernés.

Autant on comprend que les taux d'intérêt négatifs ne fassent pas difficulté lorsque les opérations consistent en des échanges de flux entre les parties (*swaps*, appels de marge et dans une moindre mesure *repos*), autant cela semble moins évident pour une opération de marché telle qu'une émission obligataire. Une fois le règlement-livraison de l'émission réalisé, les paiements (qu'il s'agisse des

¹⁶ La position de l'ICMA sur cette question est disponible sur son site internet :

<http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/short-term-markets/Repo-Markets/frequently-asked-questions-on-repo/40-what-happens-to-repo-transactions-when-interest-rates-go-negative/>

¹⁷ S. Praicheux, Sûretés financières, Répertoire Dalloz de droit des sociétés, octobre 2010, mise à jour janvier 2012 n° 168.

¹⁸ S. Praicheux, préc. n° 170 : « Le taux de mise en pension varie en fonction de l'offre et de la demande du titre remis en pension. Plus un titre est demandé, plus bas est le taux ; dans des cas exceptionnels, ce taux peut même être négatif si le titre est très demandé ; peut-on alors encore parler de prêt d'argent ? La relation s'inverse alors et doit à notre sens être requalifiée de prêt de titres, sauf à ce que la situation créée soit provisoire et accidentelle ». Il convient de noter que la Cour de cassation (Com. 10 mars 1998, Autodistribution, Revue Banque & Droit 1998, p.27, obs. Hubert de Vauplane) considère que la pension livrée « ne constitue pas un prêt, mais une cession de la propriété des titres » et donc une double cession. Bien que la pension litigieuse ait été conclue avant la loi du 31 décembre 1993 et les réformes subséquentes qui ont un peu modifié la notion et le régime de la pension livrée, il reste que la pension est une aliénation fiduciaire de titres (en ce sens Hubert de Vauplane préc.).

paiements de coupons ou de remboursement du principal) ne vont que dans un sens : de l'émetteur vers les porteurs d'obligations ; la documentation contractuelle est rédigée ainsi et les systèmes de paiement fonctionnent aussi de cette manière. L'émetteur d'obligations ne connaît pas nécessairement les porteurs de ses obligations, qui peuvent être nombreux et changer dans le temps si l'émission est cotée¹⁹. On a dès lors du mal à imaginer la mécanique de paiements de coupons périodiques par les obligataires à l'émetteur, sauf à ce que le contrat d'émission prévienne expressément cette mécanique. Quant au prélèvement de ces coupons négatifs sur le montant de remboursement, il ne va pas de soi en l'absence de clause expresse en ce sens dans le contrat d'émission²⁰.

On comprend dans ces conditions que les règles et recommandations de l'ICMA, spécifiquement applicables au marché obligataire, n'abordent pas la question des taux d'intérêt négatifs.

Cependant, à notre connaissance, et après quelques investigations, il semble qu'aucun des émetteurs dont les obligations sont entrées en territoire négatif n'ait demandé à ses obligataires le paiement des coupons négatifs²¹. En cela il existe bien une pratique de marché : comment l'expliquer ?

D'abord il y aurait un risque réputationnel pour un émetteur de demander à ses investisseurs en obligations le paiement d'un coupon. En effet le « deal » implicite entre l'émetteur et ses investisseurs était, au moment de l'émission, que les investisseurs s'acquittaient complètement de leurs obligations en payant le prix d'émission ; par la suite, et ce jusqu'à l'échéance, les paiements de coupons et de principal n'incombaient qu'à l'émetteur.

Ensuite, les clauses de paiement contenues dans les modalités de ces émissions d'obligations prouvent suffisamment ce « deal » implicite, puisque les paiements de coupons et de principal sont écrits comme des paiements de l'émetteur aux investisseurs.

Enfin, les systèmes de paiement sur titres sont configurés de telle manière qu'ils permettent des flux d'intérêts et de principal partant de l'émetteur et allant vers les porteurs de titres ; ces systèmes ne sont pas configurés pour traiter le paiement des coupons par les porteurs de titres à l'émetteur. Toutefois les choses sont en train de changer. Ainsi l'article 2.2.1.2 du manuel opérationnel d'Euroclear France (partie II)²² prévoit désormais qu'« une distribution obligatoire en espèces peut, si nécessaire (typiquement quand le taux d'intérêt est négatif), impliquer un transfert d'espèces des Clients titulaires d'Instruments Financiers Sous-jacents sur leur Comptes d'Instruments Financiers, à l'Agent Payeur du Système ou, le cas échéant, à l'Agent de l'Emetteur. » En conséquence de cet article, la circulation d'un taux d'intérêt négatif semble désormais envisageable pour les titres déposés chez Euroclear France. Néanmoins, un second obstacle se dresse sur la route du paiement de l'intérêt négatif : dans la relation entre les teneurs de comptes et les porteurs, aucun prélèvement ne pourra être effectué par le teneur de compte sur le compte du porteur sans une instruction en ce sens de ce dernier.

¹⁹ Toutefois depuis l'ordonnance du 31 juillet 2014 l'émetteur d'obligations au porteur a la possibilité de connaître les détenteurs de ses obligations (article L.228-2, I, alinéa 4 du Code de commerce) mais cela a un coût.

²⁰ Le contrat d'émission devrait en outre indiquer si ces intérêts négatifs dus périodiquement mais non réglés jusqu'à l'échéance portent eux-mêmes intérêts.

²¹ En revanche, s'agissant des prêts bancaires on voit aujourd'hui des emprunteurs institutionnels demander, officiellement mais sans beaucoup de succès, le paiement d'intérêts négatifs.

²² Manuel Opérationnel d'Euroclear France, partie II – Services, révisé le 26 février 2015. « Instruments Financiers Sous-Jacents » signifie simplement tout instrument financier relatif (sous-jacent) à une opération sur titres et un détachement de coupon est une opération sur titres. Ce manuel est disponible sur le site d'Euroclear. Depuis la révision du 26 février 2015 Euroclear France, avec l'accord de ses clients, et ceci pour les titres de créance négociables (TCN) à taux variables négatifs, prélève le coupon négatif sur le compte des teneurs de compte des porteurs de TCN. Ce prélèvement n'est effectué qu'en ce qui concerne les TCN. Euroclear France ne prélève pas les coupons négatifs des obligations.

Quelles que soient les raisons pratiques pour lesquelles les émetteurs s'abstiennent de réclamer à leurs obligataires le paiement de coupons négatifs la question demeure : juridiquement, un émetteur peut-il exiger que les porteurs de ses obligations lui versent un intérêt négatif ? Avant de traiter la question il convient d'apporter une dernière précision terminologique.

1.12. Taux d'intérêt négatif et rendement négatif

L'expression de « taux d'intérêt négatif » est parfois utilisée indifféremment, sans doute par commodité de langage, pour désigner aussi bien un « taux d'intérêt négatif » qu'un « rendement négatif », alors qu'elles ne correspondent pas à la même réalité. Vis-à-vis d'une émission obligataire, le taux d'intérêt nominal, ou taux d'intérêt facial, correspond au pourcentage appliqué au nominal du titre, selon les stipulations du contrat d'émission, afin de déterminer le montant des intérêts que le débiteur de cette somme – l'émetteur – est tenu de verser au créancier de celle-ci – le porteur. Le rendement prend en compte indistinctement l'ensemble des sommes reçues dans le temps par l'investisseur, comparées au montant de son investissement au moment de la souscription (ou de l'acquisition sur le marché secondaire).

Il convient enfin de distinguer le « taux d'intérêt nominal négatif » du « taux d'intérêt réel négatif » : classiquement, l'écart entre le taux nominal et le taux réel est fait de l'inflation, présente ou anticipée, et un taux d'intérêt réel négatif apparaît lorsque le taux de l'inflation dépasse le taux d'intérêt nominal. On peut faire la même distinction entre le « rendement nominal » et le « rendement réel » d'une obligation, en faisant abstraction de la perte de pouvoir d'achat résultant de l'inflation dans le cas du « rendement nominal », et en en tenant compte pour le « rendement réel ».

2. EMISSIONS OBLIGATAIRES A TAUX NOMINAL NEGATIF

Hypothèses de taux nominaux négatifs

On imagine mal un contrat d'émission d'obligations stipulant un taux fixe négatif, ou même un taux flottant qui s'avère négatif dès l'émission.

L'hypothèse actuelle d'un taux négatif est celle d'un taux flottant applicable à une émission lancée il y a quelques années, dont le taux est aujourd'hui négatif alors que personne au moment de l'émission n'avait prévu une telle éventualité. Ainsi un emprunt obligataire émis en 2007 est référencé sur l'Euribor 3 mois moins une marge de 0.08 ; cet emprunt produisait, au 30 mars 2015, un intérêt négatif²³. Dans cette hypothèse l'émetteur des obligations était-il en droit de réclamer cet intérêt négatif au porteur ?

En pratique – on l'a vu – les émetteurs ne demandent pas aux porteurs de leurs obligations le paiement d'un coupon d'intérêts négatifs, et ceci pour des raisons tant réputationnelles que tenant à la configuration des systèmes de paiement.

Quoi qu'il en soit de la réputation de l'émetteur et de la configuration des systèmes de paiement (les deux peuvent d'ailleurs évoluer dans le temps), la véritable question est juridique : l'émetteur peut-il exiger du porteur le paiement d'un coupon négatif ?

²³ Au 30 mars 2015 l'Euribor 3 mois s'établissait à 0.018 (il est depuis passé en territoire négatif). L'exemple est celui d'un emprunt obligataire émis le 2 avril 2007 par Réseau Ferré de France (devenu SNCF-Réseau) au taux d'Euribor 3 mois -0,08 % l'an. L'emprunt est remboursable le 2 avril 2016. Cet emprunt est coté à la bourse de Luxembourg. Les *Final Terms* de cet emprunt sont disponibles sur le site internet de la bourse de Luxembourg. Cet emprunt est soumis au droit anglais et n'est donc donné, ici, uniquement qu'à titre d'exemple.

Pour pouvoir répondre à cette question il convient de se poser une question préalable : qu'est-ce légalement qu'une obligation ?

Définition de l'obligation

Classiquement on considère qu'une émission obligataire est un emprunt divisé en titres négociables, chacun des titres représentant une quote-part de cet emprunt ; l'émetteur est l'emprunteur et les obligataires sont les prêteurs. C'est pour cela que l'on en vient à considérer comme synonymes les expressions « émission obligataire » et « emprunt obligataire ».

Cependant, si les émissions obligataires classiques (*plain vanilla* en anglais) sont des emprunts obligataires, ce n'est pas nécessairement toujours le cas. Il n'existe qu'une seule définition légale, celle de l'article L. 213-5 du Code monétaire et financier qui dispose : « Les obligations sont des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale ». Comme on le constate, l'idée d'emprunt ne fait pas partie de la définition légale de l'obligation. Les obligations confèrent simplement un droit de créance en général sur l'émetteur et non nécessairement un droit de prêteur en particulier.

Si dans l'avenir les taux négatifs s'installaient durablement en Europe, des contrats d'émission d'obligations pourraient stipuler des taux négatifs et ceci dès l'émission. Les émissions obligataires concernées seraient plutôt des contrats de garde que des prêts, les obligataires acceptant de payer pour que l'on conserve leur argent.

On étudiera la question de la validité des taux d'intérêt négatifs en distinguant suivant qu'une émission obligataire est assimilable à un prêt d'argent ou ne l'est pas.

2.1. Émissions obligataires assimilables à un prêt

Les émissions obligataires classiques dites – *plain vanilla*, sont des prêts d'argent. Et d'ailleurs les entreprises et collectivités publiques cherchant à diversifier leurs sources de financement s'adressent tantôt à leurs banquiers (en vue de contracter un prêt bancaire) ou aux marchés (pour émettre un emprunt obligataire).

La documentation de quelques rares emprunts obligataires contient aujourd'hui un plancher à 0 %. Cependant, dans la très grande majorité des cas, la documentation contractuelle est muette sur l'existence ou l'absence d'un tel plancher.

2.1.1. Émission obligataire dotée d'un plancher (*floor*) à 0 %

2014 aura été l'année d'une nouvelle normalité : celle des taux nominaux négatifs sur le marché monétaire. Depuis le début de l'année 2015 cette nouvelle normalité contamine le marché obligataire. D'où le fait que les émetteurs, d'abord réticents, commencent à introduire des *floors* dans la documentation de leurs emprunts obligataires à taux flottant, ceci tout simplement pour que les choses soient claires.

On sait que les émetteurs fréquents possèdent des programmes d'émissions dits programmes de Euro Medium Term Notes (EMTN) ou encore Debt Issuance Programmes. Parfois la référence à un taux plancher à 0 % est introduite directement dans le prospectus du programme d'émission²⁴ ; elle vaut donc pour l'ensemble des émissions réalisées à l'intérieur du programme. Parfois le programme d'un

²⁴ Voir le prospectus de base daté du 17 mars 2015 de la Société Générale (Société Générale €50,000,000,000 Euro Medium Term Note – Paris Registered Programme). Condition 3(b) (Interest on Variable Rate Notes) (iii) (Minimum and/or Maximum Rate of Interest and/or Rate Multiplier), p. 125. Ce prospectus est disponible sur le site de l'Autorité des Marchés Financiers.

émetteur reste muet sur l'existence d'un plancher mais les documents spécifiques aux émissions issues de ce programme précisent, après avoir spécifié un taux flottant augmenté ou diminué d'une marge : « Minimum Rate of Interest : 0.00 per cent. »²⁵. Que le plancher figure dans le programme ou dans l'émission elle-même, en présence d'un plancher à 0,00 % il ne peut donc y avoir, en vertu du contrat, de taux nominal négatif. Ceci règle la question.

Encore convient-il de lire attentivement les modalités contractuelles des obligations. En effet, à propos d'émissions un peu structurées non cotées, il arrive que le plancher de 0 % s'applique au taux de référence et non pas à l'intérêt constitué du taux de référence + ou – une marge.

Comme on l'a vu la « Convention d'ouverture de crédit » de la Loan Market Association (LMA) a été révisée en décembre 2014 pour « couvrir » l'hypothèse d'un EURIBOR, d'un LIBOR ou d'un autre taux passant en territoire négatif. Cependant le plancher qu'il est possible d'introduire dans la convention ne vaut que pour le taux de référence lui-même, ce qui laisse entière la question de l'intérêt négatif composé du taux de référence accompagné d'une marge.

On ne peut nier qu'un certain nombre d'émetteurs fréquents d'obligations refusent d'introduire un plancher à 0 % dans leurs programmes d'émissions ou dans les émissions elles-mêmes. Sans doute ces émetteurs se disent-ils que la question des taux négatifs n'est pas juridiquement tranchée et qu'il ne faut donc pas, par avance, s'interdire de réclamer aux obligataires le paiement d'un intérêt négatif.

2.1.2. Émission obligataire sans plancher (*floor*) à 0 %

Les dispositions applicables aux émissions obligataires, contenues principalement dans le Code monétaire et financier et dans le Code de commerce, ne posent pas le principe selon lequel les flux d'intérêts ne peuvent aller que de l'émetteur vers les obligataires. Certes un certain nombre de dispositions légales et réglementaires concernent les intérêts versés par l'émetteur aux porteurs²⁶ mais il n'est écrit nulle part que des flux en sens inverse (donc correspondant à des intérêts négatifs) ne sont pas possibles. Et comme la seule définition légale de l'obligation – celle de l'article L. 213-5 du Code monétaire et financier – est neutre sur cette question, on ne peut pas exclure les taux négatifs en se référant aux seuls textes relatifs aux obligations.

Cependant, s'agissant des émissions obligataires classiques, lesquelles sont des *emprunts obligataires*, la question qui se pose est celle de savoir si les dispositions relatives aux émissions obligataires n'ont pas vocation à être complétées par les articles du Code civil relatifs au prêt (articles 1892 et suivants).

On considère classiquement que le titre obligataire naît d'un contrat de prêt²⁷. On ne peut cependant nier que « le droit obligataire a désormais ses propres règles et ses usages, qui lui donnent une physionomie spécifique »^{28,29} mais même les auteurs qui soulignent le caractère spécifique de l'emprunt

²⁵ Les émissions « sortant » d'un programme EMTN donnent lieu à des *Final Terms*. Ces *Final Terms* contiennent les modalités économiques d'une émission, en particulier les dates d'émission et d'échéance, la devise, le montant, le coupon... Voir ainsi les clauses « Minimum Rate of Interest » des *Final Terms* du 6 mars 2015 de l'émission de €1,250,000,000 Floating Rate Notes due march 2017 de BPCE §.15(xiii). Voir aussi la même clause dans les *Final Terms* du 19 mars 2015 de l'émission €1,750,000,000 Floating Rate Notes due March 2017 du Crédit Mutuel Arkéa, §.15(xiii). Ces *Final Terms* sont disponibles sur le site de l'AMF.

²⁶ Voir les articles L. 213-61 du Code monétaire et financier et L. 228-71 du Code de commerce.

²⁷ E. Thaller, *Traité général théorique et pratique de droit commercial, Des sociétés commerciales* par P. Pic, Rousseau, 1924, t. II, n° 707 et t. II, nos 1610 et s. ; C. Houpin et H. Bosvieux, *Traité général théorique et pratique des sociétés civiles et commerciales et des associations*, t. I, nos 576 et s., Sirey, 1935.

²⁸ J-P. Bouère, Philippe Derouin, Jean-Marc Desaché, Arnaud Duhamel, Eric Malinvaud et Hubert de Vauplane, *Titres & emprunts obligataires*, t. I, n° 16, Banque éditeur 1998.

²⁹ C'est en raison de cette physionomie spécifique que l'on considère que les règles de l'usure, du TEG et plus généralement du Code de la consommation ne sont pas applicables aux emprunts obligataires bien que les

obligataire, reconnaissent quand même qu'une théorie générale de l'obligation trouverait « sa source, ou une partie de ses éléments, dans le prêt d'argent »³⁰. C'est la raison pour laquelle il est admis que les articles du Code civil relatif au prêt ont vocation, à titre supplétif, à compléter les textes spécifiques aux émissions obligataires³¹.

Le Code civil pose en principe que le prêt d'argent est fait à *titre gratuit* – les rédacteurs du Code civil avaient en tête les prêts dans les relations familiales ou amicales. Cependant, les articles 1905 et suivants autorisent le prêt à intérêts et la seule référence au paiement des intérêts dans ces articles est celle d'un paiement des intérêts par l'emprunteur (article 1906 : « L'emprunteur qui a payé des intérêts qui n'étaient pas stipulés, ne peut ni les répéter ni les imputer sur le capital »). Il ne saurait donc être question d'un paiement d'intérêts négatifs par le prêteur à l'emprunteur. En somme le prêt d'argent est soit à titre gratuit, et alors le prêteur ne reçoit aucune rémunération, soit à titre onéreux, et le prêteur est rémunéré par l'emprunteur. Il n'y a pas d'autre possibilité. Le prêt d'argent par lequel le prêteur rémunérerait l'emprunteur n'est pas reconnu par le Code civil.

Il ne semble pas que les tribunaux aient eu à statuer sur la question du prêt à intérêt négatif. Sans doute la nouveauté de la question explique-t-elle cette absence de jurisprudence.

En revanche la doctrine juridique, certes encore peu nombreuse, est fermement opposée à l'idée d'un intérêt négatif qui conduirait le prêteur à rémunérer l'emprunteur. Ainsi les auteurs du Lamy « Droit du financement »³² écrivent :

« Quid de la situation dans laquelle, le prêteur stipulant un taux d'intérêt moins un pourcentage, tel que Euribor trois mois moins 1 % par exemple, se trouverait en intérêt négatif par suite d'une chute du taux de référence ? L'emprunteur constatant l'absence d'un *floor*, pourrait-il se prévaloir d'un intérêt négatif et prétendre percevoir celui-ci du prêteur ?

Il ne peut y avoir d'intérêts négatifs sur un prêt. En effet, l'objet d'un prêt c'est la mise à disposition de fonds par le prêteur à l'emprunteur contre remboursement et éventuellement rémunération. Ainsi l'intérêt représente le loyer de l'argent prêté et le risque... et le prêteur ne peut pas lui-même payer un intérêt. Il y a donc le cas échéant, un *floor* implicite. Soutenir par ailleurs que le prêt pourrait porter un intérêt négatif nécessiterait de requalifier la transaction en un contrat autre que de prêt... »

De la même manière soutenir qu'une émission obligataire pourrait porter un taux d'intérêt négatif supposerait d'assimiler cette émission à autre chose qu'un prêt. La chose n'est pas impossible ; il existe une grande variété d'émissions obligataires.

2.2. Émissions obligataires étrangères à l'idée de prêt

règles générales du prêt contenues dans le Code civil le sont. S'agissant d'un emprunt bancaire l'offre est faite par la banque (le prêteur) et c'est l'emprunteur que l'on veut protéger. S'agissant d'une émission obligataire les choses sont inverses : l'offre est faite par l'émetteur (l'emprunteur) et ce sont les investisseurs (prêteurs) que l'on veut protéger. En ce sens J. Stouffet, Les emprunts obligataires et la limitation légale du taux d'intérêt conventionnel, Mélanges AEDBF-France, volume III, la Revue Banque Editeur, 2001. Voir aussi D. Caramelli, la question de l'application des règles relatives à l'usure aux emprunts obligataires, D. 2002. P. 1413.

³⁰ J-P. Bouère et al. op. cit. n° 16. C'est toujours la position dominante à l'heure actuelle.

³¹ Par exemple, en ce sens : A. Bénabent, Droit des contrats spéciaux, LGDJ-extenso éditions, 10ème édition, 2013, n° 7 ; François-Guy Trébulle, L'émission des valeurs mobilières, n° 363 et suivants. Economica, février 2002. Encore faut-il, pour que le recours aux dispositions du Code civil sur le prêt d'argent, soit légitime que l'émission obligataire en question s'analyse en un prêt d'argent. Ce n'est pas toujours le cas. Voir *infra* le B qui suit.

³² Jean Devèze, Alain Couret, Irina Parachkévova, Thierry Poulain-Rehm et Marina Teller, Lamy droit du financement, n° 3618, Ed. 2015, Wolters Kluwer.

2.2.1. Exemple d'émissions obligataires étrangères au prêt d'argent

En dehors des émissions d'obligations *plain vanilla*, qui sont des prêts d'argent, on trouve des émissions dites structurées qui « habillent » des opérations privées qui peuvent varier à l'infini. Parmi les émissions publiques, il faut signaler ce qu'on appelle en anglais des *credit linked notes*, catastrophe bonds, *mortality bonds*, *longevity bonds* (termes qui n'ont pas vraiment de traduction en français) et qui incorporent, dans des titres négociables, une opération dite *credit default swap*. Ces obligations permettent de transférer de l'émetteur aux porteurs un risque de défaut d'un emprunteur pour les *credit linked notes*³³, un risque de survenance d'une catastrophe naturelle pour les catastrophe bonds ou *cat bonds*³⁴ ou qu'une catégorie de population meure plus tôt que prévu par les statistiques pour les *mortality bonds*³⁵, ou plus tard pour les *longevity bonds*³⁶.

Ces émissions obligataires ne sont en aucun cas des prêts ; les règles du Code civil relatives au prêt d'argent ne peuvent donc venir compléter, pour ces émissions, les règles juridiques applicables aux émissions obligataires. Pourtant il est ici parfois nécessaire de compléter. Les émissions qui viennent d'être citées ont, pour leurs émetteurs, une fonction de couverture contre un risque. Et comme le principe de couverture est indissociable de celui de spéculation, les souscripteurs d'obligations sont des spéculateurs qui acceptent d'assumer ce risque³⁷. S'agissant de spéculateurs se pose la question de l'exception de jeu de l'article 1965 du Code civil, selon lequel la loi n'accorde aucune action pour une dette de jeu ou pour le paiement d'un pari. On sent bien que ces émissions obligataires doivent pouvoir échapper à l'exception de jeu. Pour ce faire il faut accepter de compléter les règles juridiques relatives aux émissions obligataires par celles concernant les *credit default swaps* qui sont juridiquement des contrats financiers (Article L. 211-1 III et article D. 211-1 A du Code monétaire et financier). Ces émissions obligataires opérant un transfert de risque s'analysant en des contrats financiers, on en déduit alors que l'article L. 211-35³⁸ du Code monétaire et financier qui écarte l'exception de jeu, leur est applicable³⁹.

³³ Par exemple A, sans doute parce qu'il possède un portefeuille de titres sud-africains, émet des obligations référencées sur le crédit de l'Afrique du Sud. Si l'Afrique du Sud fait défaut A ne remboursera pas les obligations ou n'en remboursera que le pourcentage prévu au contrat d'émission. A couvre ainsi le risque que lui fait courir la détention de son portefeuille de titres.

³⁴ Si par exemple une catastrophe prédéfinie survient (un tremblement de terre de force 8 en Californie) la compagnie d'assurance ayant émis les obligations ne les remboursera pas ou ne les remboursera que partiellement. La compagnie d'assurance « réassurance » ainsi auprès des marchés le risque que lui font courir les contrats d'assurance-dommages qu'elle a conclu avec des résidents californiens.

³⁵ Par exemple le risque qu'une catégorie de population donnée en un territoire donné meure plus tôt que prévu en raison d'un tremblement de terre, d'un tsunami ou d'une épidémie.

³⁶ Un fonds de pension cherche à transférer le risque d'allongement de la durée de vie à des investisseurs financiers qui achèteront des obligations liées à ce risque parce qu'il est décorrélé de leurs autres investissements en actions ou obligations.

³⁷ Th. Bonneau et Fr. Drummond, Droit des marchés financiers, Economica 2010, 3e éd. n° 150. A. Couret, H. Le Nabasque (dir.), Droit financier, Dalloz, 1ère éd., n° 911 et s. A. Gaudemet, Les dérivés, Economica 2010, « Recherches Juridiques, préf. H. Synvet, pp. 56 et s ».

³⁸ Art. L. 211-35 du Code monétaire et financier : « Nul ne peut, pour se soustraire aux obligations qui résultent de contrats financiers, se prévaloir de l'article 1965 du code civil, alors même que ces opérations se résoudraient par le paiement d'une simple différence ».

³⁹ Non seulement sont-ce des contrats financiers au sens de l'article L. 211-1 III A c. mon. fin. mais ce sont des contrats aléatoires, des contrats à titre onéreux et des contrats tout court, autant de qualifications qui peuvent se glisser dans les interstices du régime légal de ces émissions obligataires.

Ces développements relatifs aux *credit linked notes* et autres émissions obligataires opérant un transfert de risque⁴⁰, pourraient sembler hors sujet dans une étude sur les taux d'intérêt négatifs. En effet le risque de non remboursement de telles obligations est tel que ces obligations en question portent habituellement intérêt à un taux élevé. Cependant l'illustration par les *credit linked notes* avait pour but de montrer :

- d'une part qu'une émission obligataire est simplement une enveloppe susceptible d'habiller des opérations juridiques d'une grande variété
- et d'autre part, que le droit applicable à ces opérations vient, même si ce n'est qu'à titre supplétif, utilement compléter le régime légal des émissions obligataires.

Ces considérations permettent d'éclairer le cas des émissions obligataires stipulant un taux d'intérêt d'emblée négatif.

2.2.2 Émissions obligataires stipulant un taux négatif

A l'heure actuelle il ne semble pas qu'aient été émises des obligations stipulant d'emblée un taux fixe négatif, par exemple – « moins 0,2 % » ou un taux flottant qui *ab initio* serait négatif tel l'EURIBOR 3 mois. Cependant il pourrait en aller différemment dans le futur si l'Europe s'installait durablement dans une ère de taux négatifs. Cela reviendrait à ce qu'une personne confie son argent à une autre offrant des garanties solides de solvabilité (par exemple une notation AAA ou AA) et la rémunère pour la conservation de cet argent ; en période de défaillance bancaire, la rémunération serait la contrepartie de la quasi-certitude de pouvoir récupérer les sommes confiées. C'est un peu l'explication du taux de facilité négatif que la Banque centrale européenne a introduit en juin 2014. Est-ce un contrat de garde ? En tout cas il ne s'agit pas d'un prêt d'argent, lequel n'est pas compatible, en droit français, avec la notion d'intérêt négatif⁴¹.

A priori il s'agit bien d'un contrat de garde – l'obligataire demande à l'émetteur de garder son argent contre rémunération (l'intérêt négatif). Cependant la notion de contrat de garde désigne simplement la famille de contrats dont l'obligation principale est la garde⁴², sans que le contrat de garde ne corresponde à une catégorie du Code civil⁴³. En revanche, le premier des contrats de garde est le contrat de dépôt qui lui est défini par le Code civil et tout contrat de garde ramène au contrat de dépôt.

Aux termes de l'article 1915 du Code civil « le dépôt, en général, est un acte par lequel on reçoit la chose d'autrui, à charge de la garder et de la restituer en nature ». C'est bien de cela qu'il s'agirait si une émission obligataire comportait d'emblée un taux négatif : l'obligataire confierait son argent à l'émetteur afin qu'il le garde pendant la durée prévue du contrat d'émission et le restitue à l'échéance. De plus si le dépôt est en principe gratuit selon le Code civil – et ceci parce que les rédacteurs du Code songeaient d'abord au dépôt dans les relations familiales ou amicales – le Code autorise le dépôt rémunéré dit dépôt « salarié » par l'article 1928, 2°. L'intérêt négatif versé par l'obligataire à l'émetteur est bien cette rémunération du dépôt et de l'obligation assumée par l'émetteur de conserver et restituer les sommes confiées.

⁴⁰ Il faut bien reconnaître que les *credit linked notes* et autres obligations incorporant des dérivés sont habituellement soumises au droit anglais ou au droit de l'Etat de New York. Cependant le droit français est parfois retenu. Voir par exemple les *credit linked notes* émises dans l'opération Delphes le 18 février 1998 et qui transféraient aux porteurs des obligations le risque souverain de la Pologne.

⁴¹ Sauf si le taux négatif était compensé par exemple par une prime de remboursement importante qui ferait que le prêt serait néanmoins à titre onéreux ou au moins à titre gratuit ; mais on imagine mal un tel emprunt obligataire.

⁴² La notion de contrat de garde est surtout une proposition doctrinale : A. Tunc, Le contrat de garde, thèse Paris, 1941.

⁴³ Ni d'ailleurs à une catégorie d'un autre code ou d'une loi non codifiée.

Il semble donc bien qu'une émission obligataire à taux *ab initio* négatif puisse être qualifiée de dépôt ; et il s'agit :

- d'un dépôt salarié puisque le dépositaire (l'émetteur) est rémunéré (article 1928, 2°)
- d'un dépôt irrégulier puisqu'il porte sur des choses fongibles – les espèces étant des choses fongibles⁴⁴.

L'avantage de cette qualification en dépôt salarié irrégulier est qu'elle a donné lieu à une jurisprudence et à une doctrine abondantes qui pourraient permettre de compléter les dispositions applicables aux émissions obligataires à taux d'emblée négatif en cas de besoin.

Dans la mesure où l'obligataire accepterait de rémunérer l'émetteur pour la conservation des fonds remis lors de la souscription des obligations par l'obligataire, il serait utile, sans que cela ne soit absolument nécessaire, de documenter cette rémunération de l'obligataire à l'émetteur dans la clause « paiement » du contrat d'émission. Le contrat d'émission pourrait préciser comment l'obligataire s'acquittera périodiquement de cette rémunération : par chèque à l'ordre de l'émetteur ? Par virement sur le compte bancaire de l'émetteur ? Ou si cette rémunération pourra être prélevée *in fine* par l'émetteur sur le montant de remboursement des titres.

La qualification de dépôt entraîne une conséquence quant à la rémunération due par l'obligataire à l'émetteur : il s'agit d'un salaire. On parle habituellement d'émissions obligataires stipulant un taux d'intérêt négatif mais le mot « intérêt » n'est là que parce que l'on a l'habitude de voir en une émission obligataire un *emprunt* obligataire. Certes la notion d'« intérêt » n'est pas spécifique aux prêts ; on la retrouve à chaque fois qu'un créancier est privé de la disponibilité d'un capital, par exemple une dette d'intérêt légal consécutive à une condamnation, mais c'est le prêt d'argent à intérêt qui est l'application la plus fréquente de la rémunération d'un capital⁴⁵ ; et l'on considère que la matière des intérêts conventionnels est régie principalement par les articles 1905 et suivants du Code civil relatifs au prêt⁴⁶.

Si une émission obligataire « habille » un dépôt, la rémunération due à l'émetteur – dépositaire est un salaire. Alternativement dans les contrats de dépôt, dits salariés par le Code, la rémunération est souvent qualifiée de commission, de redevance ou de droits de garde.

Il n'existe pas de définitions légales de ces différentes notions mais l'intérêt est le produit d'une opération de crédit – on sent qu'il ne peut être que positif – alors que le salaire, la commission, la redevance ou les droits de garde correspondent à la facturation d'un service rendu.

Fiscalement ce n'est pas non plus la même chose ; il y a là prestation de services (par l'émetteur qui s'engage à conserver puis rendre une somme d'argent aux souscripteurs). Fiscalement encore, peu importe la terminologie retenue par le contrat d'émission pour la rémunération payée par le souscripteur à l'émetteur, il s'agit de la rémunération d'une prestation de service. C'est ce qui importe s'agissant des questions de déductibilité (chez le souscripteur), d'imposition (chez l'émetteur) et de retenue à la source dans l'hypothèse où certains souscripteurs seraient non-résidents.

⁴⁴ La distinction « dépôt régulier/dépôt irrégulier » ne figure pas dans le Code mais elle est unanimement admise. Un dépôt régulier porte sur une chose non fongible, par exemple un tableau. Dans le cas d'un dépôt régulier le dépositaire ne devient pas propriétaire de la chose déposée et ce dépositaire est tenu de restituer la somme même qui a été déposée. Si le dépôt est irrégulier (par exemple le dépôt d'une somme d'argent ou de valeurs mobilières dématérialisées) le dépositaire devient propriétaire des choses déposées et il n'est tenu que de rendre l'équivalent de ces choses. H. L. et J. Mazeaud, *Leçons de droit civil*, tome troisième, 1974, par M. de Juglart, deuxième volume « Principaux contrats », n° 1517.

⁴⁵ Sur la notion d'intérêt voir M. Geninet, *Intérêt des capitaux*, octobre 2014, Répertoire civil Dalloz. et J. Dubos, *Intérêts et commissions, Fixation*, Juris-Cl. Banque-Crédit-Bourse, décembre 2014. Les auteurs s'accordent sur ce que « le législateur n'a pas mis au point une théorie d'ensemble des intérêts de capitaux, mais il a réglementé l'intérêt légal et contrôlé les intérêts stipulés aux termes des conventions » (M. Geninet, *op. cit.*, n° 7).

⁴⁶ V. en ce sens les mêmes auteurs.

Toutes ces questions devront être étudiées si des émissions stipulant d'emblée un taux négatif venaient à voir le jour. Pour le moment la pratique des marchés de capitaux ne révèle pas de telles émissions. Il en va différemment des émissions à rendement négatif.

3. EMISSIONS OBLIGATAIRES A RENDEMENT NOMINAL NEGATIF

3.1. Suppositions

On supposera ici que l'émission obligataire est assortie d'un taux d'intérêt nominal positif (ou pour le moins égal à zéro) mais dont le rendement nominal négatif résulte du fait que l'ensemble des sommes reçues dans le temps par les obligataires est inférieur au montant de leur investissement initial lors de la souscription (ou de l'acquisition sur le marché secondaire).

Un tel cas de figure peut être ou ne pas être compatible avec un prêt d'argent.

Dans la majorité des cas l'émission aura été conçue *ab initio* comme un emprunt obligataire, mais par le jeu d'une clause d'indexation du principal le montant remboursé sera finalement inférieur au montant initialement prêté, alors que les obligataires avaient au départ une chance de récupérer le nominal de leurs obligations voire de faire un gain. Ces emprunts obligataires sont de véritables emprunts.

Cependant, la propagation actuelle des rendements négatifs sur le marché primaire fait que l'on commence à voir des émissions obligataires à coupon zéro dont le montant de remboursement est, dès l'émission, annoncé comme devant être inférieur au prix d'émission. De telles émissions ne peuvent pas être qualifiées d'emprunts obligataires.

Il convient donc d'étudier successivement (1) les emprunts obligataires à rendement négatif qui sont des emprunts et (2) les émissions obligataires à rendement négatif qui ne sont pas des emprunts.

3.2. Émission obligataire à rendement négatif assimilable à un emprunt

Pour qu'une émission obligataire dont le rendement s'avère négatif pour l'obligataire à l'échéance soit assimilable à un emprunt, il faut que l'émission ait été conçue *ab initio* comme un emprunt obligataire dont le principal est indexé. Il s'agit d'un contrat aléatoire (article 1964 du Code civil). Par le jeu de la clause d'indexation l'obligataire et l'émetteur ont, pendant la durée de l'émission, une chance de gain et un risque de perte. Peu importe si *in fine* le montant remboursé est inférieur au montant initialement prêté augmenté éventuellement des intérêts reçus. De telles émissions obligataires sont constitutives de prêts d'argent (emprunts obligataires); dès lors, comme on le sait⁴⁷, les dispositions du Code civil relatives au prêt ont vocation à s'appliquer.

Or ces dispositions suscitent, s'agissant d'un prêt remboursé à un montant inférieur au principal, quelques interrogations.

Le prêt d'argent est selon le Code civil (article 1892) un prêt de consommation, ce qui signifie que l'emprunteur d'une somme d'argent devient propriétaire de cette somme d'argent qu'il peut utiliser (consommer) à son gré, à charge pour lui de rendre la somme même qui lui a été prêtée. C'est ce que dispose l'article 1892 : « Le prêt de consommation est un contrat par lequel l'une des parties livre à l'autre une certaine quantité de choses qui se consomment par l'usage, à la charge pour cette dernière de lui en rendre autant de même espèce et qualité ».

⁴⁷ Voir *supra* la deuxième partie.

On voit d'emblée que, selon cet article, l'emprunteur est tenu de rendre intégralement la somme prêtée. L'emprunteur (donc l'émetteur au titre d'un emprunt obligataire) qui a reçu, disons 100 à l'émission, ne peut donc pas *a priori* rendre simplement 50 à l'échéance.

L'article 1902 du Code civil exprime la même idée puisqu'il affirme que « l'emprunteur est tenu de rendre les choses prêtées, en même quantité et qualité et au terme convenu ».

Enfin, l'article 1895 du Code civil semble aussi faire problème puisqu'il dispose que « l'obligation qui résulte d'un prêt en argent, n'est toujours que de la somme énoncée au contrat ». Le montant remboursé ne pourrait donc être ni supérieur, ni inférieur à la somme prêtée.

En réalité, ces dispositions du Code civil, ne sont pas impératives ; le contrat de prêt peut y déroger ; elles ne font donc pas obstacle à ce que le montant remboursé, à l'échéance d'un prêt, soit inférieur au montant prêté.

S'agissant de l'article 1895 d'abord, un arrêt de principe de la Cour de cassation, l'arrêt Guyot (Civ. 1^o, 27 juin 1957, D.57.649, note G. Ripert ; JCP 57.II.10093, concl. contraires Besson) a décidé que l'article 1895 ne s'appliquait que « dans le silence de la convention » (d'où son caractère non impératif). Cet arrêt a été rendu à propos d'un prêt dont le principal était indexé sur le cours du blé.

En outre, une lecture attentive de l'arrêt Guyot révèle que celui-ci vise non seulement l'article 1895 mais encore l'article 1892 du Code civil. On ne peut donc pas considérer que ce qui est permis par l'article 1895 (un remboursement inférieur ou supérieur à la somme prêtée) serait interdit par l'article 1892 ; et comme l'article 1902 n'est que la reprise de l'article 1892 (ces deux articles disposent que l'emprunteur doit rendre les choses prêtées en même espèce ou quantité et qualité), il est légitime de penser que, dans le prêt d'argent, la somme prêtée peut être aussi bien supérieure qu'inférieure à la somme remboursée ; il suffit pour cela que les modalités du prêt soient claires sur ce point.

L'on peut donc conclure qu'un prêt peut être remboursé à un montant inférieur à celui versé à l'origine par le prêteur, à condition que les modalités du prêt soient claires sur ce point, et que par l'effet d'une clause d'indexation chaque partie ait eu à l'origine une chance de gain.

Un tel prêt reste un prêt à titre onéreux. Et ce qui est vrai d'un prêt l'est également d'une émission obligataire assimilable à un prêt.

Cependant, quid de l'hypothèse où l'obligataire sait dès le départ qu'il perdra de l'argent ? Quid d'une émission obligataire à taux zéro dont le montant de remboursement serait stipulé, dès l'émission, inférieur au montant d'émission ?

3.3. Émissions obligataires à rendement négatif et étrangères à l'idée de prêt

Il y a encore peu de temps, on n'imaginait pas que l'on puisse émettre des obligations à zéro coupon et que ces obligations soient stipulées remboursables au principal, alors même que leur prix d'émission serait supérieur à ce principal, mais le monde a changé.

Dans un premier temps l'on vit uniquement des titres de créance négociables et bons du Trésor remboursés sur une courte période (par exemple 3 mois) à un montant inférieur au prix d'émission ; mais voici que l'Agence France Trésor adjuge aujourd'hui à un prix supérieur au principal des OAT 0,00 % à 3 ans⁴⁸ et 5 ans⁴⁹.

Comme il a été écrit précédemment rien dans les règles générales applicables aux émissions obligataires n'interdit d'émettre des obligations zéro coupon remboursées au principal alors qu'elles ont été émises à un montant supérieur à celui-ci. Il va encore de soi que rien dans les dispositions concernant

⁴⁸ Voir communiqué de l'AFT du 19 mars 2015 sur le site de l'AFT. Le prix moyen pondéré et le taux moyen pondéré de l'OAT 0,00 % 25 février 2018 ressortent respectivement à 100,33 % du principal et -0,11 %.

⁴⁹ Communiqué de l'AFT du 16 avril 2015 sur le site de l'AFT. Le prix moyen pondéré et le taux moyen pondéré de l'OAT 0,00 % 25 mai 2020 s'établissent respectivement à 100,14 % du principal et -0,03 %.

spécifiquement les titres d'Etat ne s'oppose non plus à de telles émissions⁵⁰. Enfin rien dans le droit français en général n'apporte de limite à la liberté de l'Etat ou d'autres émetteurs d'émettre de telles obligations.

Ces émissions faisant ressortir un rendement nominal négatif ne peuvent être qualifiées de prêts (qui ne peuvent être qu'à titre gratuit ou onéreux et non à perte) ; elles sont assimilables à des dépôts. On l'a vu, l'obligation de garde est au cœur de la notion de dépôt⁵¹. Le souscripteur d'OAT confie son argent à l'Etat français qui jouit d'une très bonne notation afin qu'il le conserve jusqu'à l'échéance.

Toutefois, à la différence de ce qui a été vu à propos des émissions obligataires à taux négatif, un obstacle paraît empêcher de retenir la qualification de dépôt. Selon l'article 1932 alinéa premier, le dépositaire doit rendre identiquement la chose même qu'il a reçue. Ne faut-il pas entendre par là que, s'agissant du dépôt d'une somme d'argent, le dépositaire doit rendre intégralement la somme reçue ? A priori oui, sauf que le service rendu par le dépositaire peut être rémunéré ; c'est ce que l'article 1928, 2° du Code civil qualifie de « salaire pour la garde du dépôt ». Or, c'est bien de cela qu'il s'agit lorsque le déposant confie à l'Etat son argent en le rémunérant ; le déposant demande à l'Etat de conserver les sommes confiées. La différence entre le prix d'adjudication des OAT et le montant remboursé (le principal) correspond au salaire de conservation de la chose remise⁵².

L'analyse serait la même si de telles obligations zéro coupon à rendement nominal négatif étaient émises par des *corporates* français. Ce ne semble pas être encore le cas ; cependant, si les rendements obligataires négatifs continuaient de s'installer, on pourrait imaginer que des investisseurs confient leur argent à des *corporates* particulièrement bien notés pour qu'ils le conservent, à charge de rémunération pour ce service rendu.

CONCLUSION

Les émissions obligataires à taux nominal négatif et à rendement nominal négatif ne sont pas interdites en droit français.

Ces émissions peuvent être présentées comme telles, dès le moment de l'émission, dans les modalités des titres. Toutefois, de telles émissions ne peuvent être qualifiées de prêt ou d'emprunt. Ces émissions sont assimilables à des dépôts d'argent salariés (puisque le Code civil qualifie de salaire la rémunération du dépositaire). Il s'ensuit que le « taux d'intérêt négatif » payé par l'obligataire à l'émetteur ou la différence négative entre le prix d'émission ou de remboursement, elle aussi payée par l'obligataire à l'émetteur, ne constituent pas l'intérêt d'un emprunt mais un salaire, ou ce qui est la même chose, une commission, redevance ou encore rémunération acquittée pour la conservation des sommes déposées chez l'émetteur. Les modalités des titres pourront stipuler, si les paiements des obligataires à l'émetteur sont périodiques, comment ces obligataires devront s'acquitter des paiements.

⁵⁰ Sur les titres d'Etat voir les articles L.213-23 et suivants du code monétaire et financier auxquels il faut ajouter la loi organique du 1er août 2001 relative aux lois de finances, les lois de finances annuelles elles-mêmes, le décret du 22 décembre 2008 relatif à l'émission de valeurs du Trésor et les différents arrêtés créant les lignes d'OAT.

⁵¹ Voir *supra* la deuxième partie.

⁵² Pour le reste les analyses et solutions développées dans la deuxième partie à propos des obligations à taux négatif assimilables à des dépôts sont transposables ici. Fiscalement, la différence entre le prix d'émission et le montant de remboursement constitue bien la rémunération d'une prestation de service rendue par l'émetteur au souscripteur pour la conservation de son argent. Cette rémunération devrait logiquement pouvoir être étalée sur la durée des obligations.

En revanche, les choses sont différentes s'agissant d'un emprunt obligataire classique (*plain vanilla*) contracté il y a quelques années⁵³ et dont personne à l'époque ne soupçonnait que le taux flottant d'origine deviendrait un jour négatif (le fait que la clause de paiements contenue dans les modalités des titres n'organise les paiements que de l'émetteur vers les obligataires, permet sans doute de le présumer). Un tel emprunt obligataire reste un emprunt et il ne peut y avoir d'intérêt négatif sur un emprunt. L'emprunt obligataire contient donc un plancher implicite à 0 %.

Les choses sont encore différentes lorsque le rendement négatif d'un emprunt obligataire classique résulte de l'indexation du principal ; les dispositions du Code civil sur la restitution « en même quantité » des choses prêtées n'étant pas d'ordre public, le contrat d'émission peut valablement stipuler une clause faisant varier à la hausse comme à la baisse le principal. Du fait de l'existence de cette clause, l'émetteur et les obligataires avaient au moment de l'émission une chance de gain. Une telle émission obligataire reste un emprunt à titre onéreux mais à caractère aléatoire, dont le rendement *in fine* négatif ne fait pas problème.

Participants

- Rédacteur : Gilles Endréo
- Groupe de travail : Ary Elbaz, Jean-Marc Fossorier, Hervé Labbé, Philippe Laroche, Ludovic Lumbroso, Pierre Mathoulin, Matthieu Milan, Jean-Michel Moinade, Yedau Ogoundele, Christian Pfister et Frédéric Phan
- Autres participants: Alice Bonardi, Véronique Delaittre, Antonin Deslandes, Hervé Ekué, Cenzi Gargaro, Benoît Géraud-Escaffre, Alexandre Ippolito et Isabelle Renaudie

⁵³ Il en irait de même d'un emprunt obligataire émis aujourd'hui à taux flottant positif, avec des clauses de paiements uniquement de l'émetteur au porteur, et si dans quelque temps, parce que les taux de marché continuent de baisser, le taux flottant en question entrait en territoire négatif, alors l'emprunt obligataire resterait un emprunt ; le taux serait par conséquent affecté d'un plancher à 0 %.

Disclaimer

Les informations contenues dans ce document, bien qu'établies sur la base d'informations obtenues de sources considérées par le Comité de Normalisation Obligatoire (CNO) comme fiables, sont fondées sur des informations publiques qui ont été compilées et ce message ne peut en aucune circonstance être utilisé ou considéré comme engageant la responsabilité du CNO. Les informations sur les données de marché sont fournies gratuitement par le CNO à seul titre indicatif, notamment pour des besoins d'évaluation comptable. Elles sont susceptibles d'évolution à tout moment, en fonction des conditions de marchés. Le CNO ne garantit en aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes et se réserve le droit de modifier ces informations sans avoir à en informer ses contreparties. Ces informations demeurent la propriété du CNO ou de tiers auprès desquels le CNO les a lui-même obtenues. En conséquence, la contrepartie s'engage à n'en faire un usage que purement interne et à ne pas les reproduire, distribuer, ou publier sans l'accord préalable de leurs propriétaires. Le CNO n'est pas responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers. Le CNO n'est tenu à aucun engagement de mise à jour ou de continuité de publication des informations ainsi fournies.