

Le financement des entreprises par le biais d'émissions d'obligations d'entreprises.

Mécanismes juridiques.

Résumé de la thèse

Table des matières :

I. Introduction

1. Le plan d'étude et l'objectif de la thèse.....	6
2. La méthodologie utilisée.....	16
3. Appel à la nécessité de développer le financement des sociétés par actions à travers le marché local des capitaux.....	17

II. Sur le financement des sociétés par actions. Aspects généraux.

1. Bref voyage historique sur le processus d'évolution des sociétés par actions ouvertes.....	19
2. La nécessité de financer les activités de l'entreprise.....	24
3. Les options de financement pour les sociétés par actions ouvertes. L'émergence des obligations d'entreprises.....	29
4. La définition du terme « obligation ». Le rapport obligations – valeurs mobilières – instruments financiers.....	38
5. La notion de « securities » dans le système juridique anglo-saxon.....	43
6. Les obligations d'État et leur influence sur d'autres mécanismes de financement.....	46
7. L'influence des politiques d'intervention des banques centrales sur le marché des obligations d'entreprises.....	51

8. Un regard comparatif sur le financement par l'émission d'obligations d'entreprises et le financement par la conclusion de contrats de prêt bancaire.....59

9. Un regard comparatif sur les principaux moyens de financement d'une société par actions par les mécanismes boursiers.....61

III. L'émission d'obligations d'entreprises.

1. Les principaux acteurs impliqués et leurs rôles dans l'émission et la négociation d'obligations d'entreprises dans le système B.V.B.....65

2. Le rôle des systèmes de négociation alternatifs pour le marché des valeurs mobilières.....77

3. Prospectus d'émission et la procédure de IPO. Placement privé. Aspects généraux.....83

4. Réglementation des prospectus d'émission de valeurs mobilières en vertu du droit de l'UE.....89

5. Sur le moment du lancement d'une émission obligataire.....95

6. La procédure d'émission d'obligations d'entreprises. Les organes de la société habilités à décider sur l'émission d'obligations. Un regard comparatif entre le droit commercial français et le droit commercial roumain.....98

7. Quelques considérations supplémentaires pour la mise en œuvre du placement obligataire.....106

8. Les effets de l'admission à la négociation d'une série d'obligations d'entreprises.....114

9. L'émission d'obligations d'entreprises en droit français. Aspects généraux. Un regard comparé au droit roumain.....115

10. La vision contractualiste sur l'émission obligataire.....128

11. Le rôle de la masse des obligataires dans le système juridique français. Similitudes et différences quant au rôle de la masse des obligataires en droit roumain.....	134
a) Les actions intentées par la masse des obligataires contre les tiers.....	139
b) Les actions intentées par la masse des obligataires contre la société émettrice des obligations, y compris des actions en annulation de certaines décisions adoptées par l'assemblée générale des actionnaires.....	140
c) Les possibilités procédurales d'agir s'il n'y a qu'un seul créancier obligataire.....	143
12. Le rôle de la masse des obligataires dans les procédures de fusion ou de scission de la société émettrice.....	150
13. La situation du remboursement anticipé des obligations.....	155
14. La masse des obligataires et son rôle par rapport à la création de garanties réelles pour accompagner l'emprunt obligataire, en droit français. Un exemple à suivre ?.....	157
15. Le rôle de la masse des obligataires en cas de redressement judiciaire ou de liquidation de l'émetteur des obligations en droit français.....	158
16. Étude de cas – sociétés par actions cotées à la B.V.B. qui ont été financés sur le marché des capitaux, par l'émission d'obligations d'entreprises.....	162
a) AGROSERV MĂRIUȚA S.A.....	162
b) NOROFERT S.A.....	165
c) ALSER FOREST S.A.....	170
d) VIVRE DECO S.A.....	175
e) ELEFANT ONLINE S.A.....	182

f) IHUNT TECHNOLOGY IMPORT-EXPORT S.A.....	186
g) LIFE IS HARD S.A.....	188
h) AGROLAND AGRIBUSINESS S.A.....	190
i) IMPACT DEVELOPER & CONTRACTOR S.A.....	192
j) QUALIS PROPERTIES S.A.....	196
17. Les conclusions de l'analyse des cas pratiques d'émissions d'obligations d'entreprises sur le marché local des capitaux.....	200

IV. L'utilisation non orthodoxe des obligations sur les marchés financiers et boursiers : obligations perpétuelles et produits financiers dérivés adossés à des obligations et des créances titrisées.

1. Obligations perpétuelles : comment expliquer leur existence économiquement et juridiquement ?.....	206
2. Sur la titrisation de la dette. La construction de produits financiers dérivés ayant, comme actifs supports, notamment les obligations d'entreprises.....	210

V. L'émission d'obligations d'entreprises convertibles en actions (*convertible bonds*).

1. Aspects généraux.....	221
2. La différence entre les obligations d'entreprises convertibles en actions et les obligations non convertibles en actions.....	221
3. Le prospectus d'émission et la souscription d'obligations convertibles en actions.....	223
4. La transformation des passifs en actifs par la conversion effective des obligations en actions.....	228

5. L'augmentation du capital social de la société par actions, effet de la conversion des obligations en actions.....	230
6. Les effets de la conversion d'obligations en actions sur le résultat net d'une société par actions.....	235
7. Les avantages du financement par émission d'obligations convertibles en actions.....	236
8. Étude de cas – sociétés par actions cotées à la B.V.B. qui ont émis des obligations convertibles en actions.....	238
a) BANCA TRANSILVANIA S.A.....	238
b) FLAMINGO INTERNATIONAL S.A.....	243
c) LIFE IS HARD S.A.....	244

VI. Les obligations vertes – l'adaptation des mécanismes boursiers aux nouvelles politiques environnementales.

1. La définition et les caractéristiques de la notion d'obligations vertes.....	247
2. L'expansion des obligations vertes dans le paysage économique de l'UE.....	256
3. La situation du marché des obligations vertes en Chine.....	266
4. Études de cas d'émissions d'obligations vertes.....	267

VII. La trajectoire de développement et l'évolution future des mécanismes de financement par l'émission d'obligations en Roumanie.

1. « La démocratisation » de l'accès des investisseurs au marché des capitaux.....	269
--	-----

2. La présence sur le marché local de fonds communs de placement investissant en obligations.....	273
3. La présence de fonds d'investissement liés au pilier II des pensions privées.....	275
4. Les évolutions futures possibles des investissements en obligations d'entreprises.....	282

VIII. Conclusions – L'augmentation de la part du financement des entreprises grâce à des mécanismes spécifiques du marché des capitaux.

1. Conclusions finales sur l'utilité du mécanisme de financement des sociétés par actions par l'émission d'obligations d'entreprises.....	287
---	-----

Bibliographie.....	297
--------------------	-----

Mots clés : financement de sociétés par actions, émission obligataire, marchés de capitaux, obligations convertibles, obligations vertes.

Résumé :

Le sujet de la thèse de doctorat est l'étude approfondie du phénomène de l'émission d'obligations par les sociétés par actions, comme moyen efficace de financer le développement des activités des entreprises.

Nous pensons que le sujet présente une grande actualité puisque, surtout au cours des cinq dernières années, on a assisté à une effervescence de cotations de nouvelles sociétés à la bourse locale, accompagnée d'une augmentation significative du nombre de sociétés par actions qui choisissent d'obtenir les fonds nécessaires au développement de leur entreprise par l'émission

d'obligations d'entreprises. Ainsi, nous assistons à un processus d'évolution du marché national des capitaux, son importance dans le processus de financement du développement des entreprises étant croissante. Si, traditionnellement, le financement des entreprises s'effectue en Roumanie au moyen de contrats de crédit conclus avec des établissements de crédit (banques) - en quelque sorte fidèles au modèle économique de l'Europe continentale - on peut observer, ces dernières années, l'émergence de cette tendance anglo-saxonne, impliquant un mécanisme de financement des entreprises via le marché des capitaux. Comme je l'ai longuement montré dans le contenu de ma thèse de doctorat, il est vrai que, pour la majorité des entreprises roumaines ayant eu recours à l'émission d'obligations, cette source de financement est majoritairement complémentaire (le crédit bancaire restant la première source de financement), mais il existe déjà des exemples de sociétés par actions (notamment des sociétés cotées plus récemment sur le marché AeRo, le marché de croissance, en phase d'expansion agressive) qui utilisent le mécanisme de l'émission obligatoire comme principale source de financement du développement de leur activité.

Nous avons observé, à travers d'un court parcours dans l'histoire du droit commercial, comment l'idée de financement de l'activité économique a évolué à partir du droit romain, en passant par les périodes médiévales et de la Renaissance, caractérisées par la prééminence des cités italiennes, mais aussi par les progrès générés sur le terrain par le modèle d'organisation hanséatique. On a alors vu comment le commerce a acquis de nouvelles dimensions, insoupçonnées, à l'ère des empires coloniaux, et les besoins accrus de financement de l'activité commerciale ont remodelé l'ensemble du secteur, à travers la création de sociétés de commerce maritime, notamment aux Pays-Bas, dans l'Empire britannique et en France. Un véritable marché des obligations d'entreprises, au sens moderne du terme, que l'on a vu, se développer avec la généralisation de la machine à vapeur et le développement des chemins de fer après la première vague de la révolution industrielle. Nous avons vu comment le système boursier s'est développé rapidement dans les capitales de ces empires coloniaux jusqu'à l'aube de la première conflagration mondiale, après quoi le centre de gravité du monde financier et boursier s'est déplacé vers les États-Unis d'Amérique.

Sur le marché aux États-Unis d'Amérique, le financement des entreprises par le marché des capitaux s'est développé de façon exponentielle, mais les mécanismes juridiques qui ont servi à créer de nouveaux instruments financiers basés sur des créances ou des titres de créance se sont

également diversifiés. La titrisation des créances et de leur conditionnement, ainsi que d'autres titres de créance, y compris les obligations d'entreprises, en instruments financiers dérivés, réalisée de manière totalement insoutenable, a été la principale cause de la crise financière et bancaire de 2008. La réponse des autorités de régulation dans le cas des instruments financiers dérivés, axés sur la titrisation de la dette, était plutôt *post factum*, tant aux États-Unis d'Amérique qu'au niveau de l'Union européenne, comme nous l'avons observé dans l'analyse dédiée à la question. Ces aspects ont été traités dans un chapitre séparé, ainsi que la situation des obligations perpétuelles, les deux catégories représentant une manière peu orthodoxe d'utiliser les titres de créance sur les marchés financiers.

Nous avons vu, dans les pages de la thèse, qu'il existe une corrélation directe entre les actions des banques centrales en termes de taux d'intérêt de politique monétaire et la facilité ou, au contraire, la difficulté des États, respectivement des sociétés commerciales et de la population de ces États, pour se financer. Même si l'attention s'est surtout portée sur la situation spécifique des émissions d'obligations d'entreprises, il est devenu évident que ce marché obligataire n'est pas un marché décorrélé du marché de la dette au sens large. En ce sens, nous avons remarqué que le nombre de nouvelles cotations d'actions ou d'émissions d'obligations d'entreprises en bourse, y compris dans les cas analysés à partir du marché des capitaux local, tend à être beaucoup plus nombreux dans les périodes où les taux d'intérêt de la politique monétaire sont réduits, et l'argent peut être obtenu relativement facile, à des taux d'intérêt plus bas.

Nous avons observé que, de manière générale, pendant les périodes où la politique monétaire est expansionniste, les taux d'intérêt, y compris les taux d'intérêt des obligations d'entreprises, ont tendance à baisser. Pendant les périodes où l'inflation augmente, les intérêts de la politique monétaire et le contrôle des banques centrales sur le marché augmentent, ce qui rend le financement plus coûteux. En outre, nous avons pu constater que, notamment en créant des avantages fiscaux, les États concurrencent sérieusement les entreprises privées pour attirer des financements du marché, ce qui rend toute analyse du domaine des obligations d'entreprises à mener en parallèle avec la situation des émissions des titres de créance des États, afin d'obtenir une vue d'ensemble, aussi fidèle que possible à la réalité. Nous avons pu tirer la même conclusion, sur la nécessité de considérer les obligations d'entreprises en parallèle avec la situation des obligations émises par l'État, suite à l'analyse du cadre législatif spécifique pour les administrateurs de fonds

de pension à gestion privée, même après l'analyse de leur manière d'opérer efficacement sur le marché.

Suite à l'analyse théorique, mais surtout à l'examen pratique du phénomène d'émission d'obligations d'entreprises, nous avons remarqué que, bien que le financement des sociétés par actions à travers des mécanismes spécifiques du marché des capitaux présente des avantages spécifiques, il n'est pas aussi répandu en Roumanie, par rapport à d'autres pays d'Europe occidentale et notamment aux États-Unis d'Amérique.

Les raisons sont diverses : depuis certaines liées au contexte de la culture d'entreprise, dominée en Europe par le crédit bancaire, contrairement au monde anglo-saxon où les mécanismes de financement par la bourse ou les fonds d'investissement sont préférés, à certaines purement économiques (le petit nombre de sociétés par actions éligibles au financement sur le marché des capitaux), l'existence d'un très grand nombre de sociétés commerciales sous-capitalisées sur le marché roumain, un nombre relativement faible d'investisseurs disposés à investir dans ce type de instruments financiers, l'échec d'une série d'émissions d'obligations d'entreprises sur le marché des capitaux local, etc.

Avec l'émergence du marché AeRO ces dernières années, au sein de la Bourse des Valeurs de Bucarest, on a cependant pu observer une augmentation accélérée du nombre de sociétés par actions qui ont compris se tourner vers les mécanismes boursiers pour obtenir du financement. Une partie importante de ces nouveaux venus sur le marché boursier a choisi d'émettre des obligations d'entreprises, qui étaient admises à la négociation sur un marché réglementé (la majorité dans le système de transaction multilatérale de la BVB, mais également sur le marché principal, dans la catégorie Bonds). Dans les pages du document, nous avons analysé les émissions les plus représentatives d'obligations d'entreprises réalisées ces dernières années sur le marché national des capitaux, en essayant d'inclure dans le champ de notre analyse les sociétés par actions actives dans différents domaines, de la construction à l'informatique, en passant par l'agriculture, la foresterie et le secteur bancaire.

Malheureusement, une partie importante des émetteurs d'obligations d'entreprises analysés ont rencontré des difficultés pour dérouler avec succès les prêts obligataires. Ainsi, nous avons observé des entreprises qui rencontraient des difficultés financières qui ne leur permettaient

pas de payer les coupons d'intérêts liés aux obligations émises jusqu'à la fin de leur vie, ni de les rembourser après leur échéance.

Ce fait est susceptible d'indiquer, d'une part, que le marché autochtone est encore immature, que les émetteurs ne respectent pas strictement les clauses juridiquement contraignantes qu'ils incluent dans les prospectus d'émission ou les mémorandums établis pour l'admission à la négociation sur un marché réglementé des obligations émises. À cet égard, nous avons constaté le non-respect de certaines clauses concernant l'interdiction de verser des dividendes aux actionnaires pendant la période durant laquelle l'emprunt obligatoire est en cours, des problèmes liés à la communication non transparente de certains aspects significatifs concernant la rentabilité actuelle des affaires réalisées, l'utilisation de garanties inappropriées pour garantir le prêt obligatoire (billet à ordre non endossé par l'actionnaire principal, mais présenté aux investisseurs comme ayant été endossé par lui), non-respect de la destination des fonds levés par l'émission d'obligations par l'émetteur, en fonction du contenu du prospectus ou du mémorandum d'émission, etc.

L'immaturation se révèle également dans le cas des autres participants au processus d'émission et de déroulement des prêts obligatoires. Les intermédiaires qui préparent les prospectus ou mémorandums d'admission à la négociation des obligations semblent, du moins certains d'entre eux, plus préoccupés par le succès immédiat du processus et l'obtention de la commission, que par la crédibilité qu'il génère à long terme auprès des investisseurs.

Les investisseurs, quant à eux, se révèlent immatures lorsqu'ils choisissent de croire, sans procéder à une analyse sérieuse et propre des données financières de l'émetteur, aux informations présentées de manière sélective dans les prospectus d'émission ou dans les mémorandums d'admission à la négociation des obligations de l'émetteur. La vérification rigoureuse de la situation financière de chaque émetteur, doublée de la compréhension du type d'activité qu'il exerce, permettrait de réduire considérablement les risques d'investissements inappropriés, voire de faillite. L'analyser uniquement du point de vue du taux d'intérêt attaché aux obligations est très dangereux car, comme nous l'avons vu, il existe une relation directement proportionnelle entre le risque de défaut des obligations et le niveau d'intérêt attaché à cette série d'émissions obligataires.

Ces aspects tendent à jeter un éclairage défavorable sur les émissions d'obligations par des sociétés par actions nationales, même si, comme nous l'avons noté, un nombre important d'entreprises ont réussi à gérer de tels accords d'emprunt. Peut-être que la perception humaine, subjectivement plus profondément marquée par les échecs que par les succès, a tendance à se souvenir des épisodes douloureux avec plus de précision que ceux qui ont eu un déroulement naturel et normal. Une plus grande vigilance de la part des investisseurs, qui devraient également consulter des spécialistes (conseillers financiers et avocats spécialisés), avant de choisir de souscrire ou d'acheter des obligations d'entreprises de différents émetteurs, professionnaliserait davantage ce marché, encore peu consolidé en interne.

Nous avons, bien entendu, analysé les aspects réglementaires liés aux prêts obligataires dans le cadre de notre thèse. Ainsi, nous avons tenté d'identifier les acteurs de ce marché et le rôle et les devoirs de chacun d'eux au sein des émissions d'obligations d'entreprises, en commençant par l'adoption de la décision de la société par actions de se financer par le biais d'émissions d'obligations d'entreprises, en passant par l'analyse des pouvoirs de l'assemblée générale extraordinaire de la société en ce sens, ainsi que la possibilité de déléguer une partie des prérogatives qui ne sont pas exclusives à sa compétence, à la direction ou au conseil d'administration de la société. Nous avons compris, en comparant la situation en droit interne avec celle en droit français, qu'il est très important que la marge de manœuvre des organes exécutifs de l'entreprise en matière d'exécution des emprunts obligatoires soit la plus large possible, car, d'une part, la procédure d'émission et d'admission aux négociations des obligations d'entreprises s'étend sur une période de temps assez longue, et d'autre part, une certaine flexibilité est toujours nécessaire de la part des organes de la société, afin de pouvoir réaliser des opérations de financement dans les conditions les plus avantageuses pour l'émetteur.

Nous avons considéré, à partir du modèle du droit français, qu'entre l'émetteur des obligations d'entreprise et le souscripteur, respectivement tout détenteur successif des obligations, se crée un véritable contrat d'émission, générant des obligations spécifiques pour chaque cocontractant. Nous avons analysé le moment exact auquel ce contrat est valablement formé. Nous avons vu, en outre, qu'à la simple obligation de payer des intérêts aux conditions convenues dans le prospectus, il existe un certain nombre d'obligations supplémentaires de l'émetteur envers les obligataires tout au long de la durée de vie de l'obligation.

Nous avons remarqué que les obligations d'entreprises peuvent également, du moins en théorie, être accompagnées de diverses garanties réelles. Pour qu'elles soient réellement efficaces, nous avons pu identifier la solution du droit français qui suppose qu'un seul représentant légal de l'ensemble de la masse des obligataires les représente tous dans la relation avec l'émetteur, étant habilité à conclure toutes les démarches nécessaires, les actes juridiques établissant et conférant le caractère opposable de toutes ces garanties, notamment en cas de prêts obligatoires garantis par une hypothèque portant sur un bien immobilier du patrimoine de l'émetteur.

Dans un cadre plus large, nous avons remarqué que la protection des obligataires, dans le cas où l'émetteur rencontre des difficultés financières et devient insolvable, dans certains cas avec une perspective de faillite qui se profile, est relativement faible, ils étant considérés, du point de vue du statut juridique, de simples créanciers chirographaires de la société, qui peuvent s'inscrire comme tels dans le tableau des créanciers, avec toutefois peu de chances de pouvoir satisfaire leurs créances à l'égard de la société émettrice. Cet aspect doit représenter un signal d'alarme supplémentaire pour les investisseurs, dans le sens de vérifier de manière beaucoup plus approfondie la situation financière et juridique, la qualité de l'équipe de direction, l'endettement total de l'émetteur, les perspectives du marché sur lequel il opère, avant souscrire ou acheter sur le marché des obligations qu'il émet.

Nous avons également analysé les modalités de protection des porteurs d'obligations d'entreprises d'une même série d'émissions par référence aux porteurs d'obligations de séries d'émission ultérieures, notamment par l'insertion de clauses de type *pari passu*.

Toujours dans le même domaine, nous pouvons également encadrer le débat plus large sur l'insertion de clauses visant à protéger les détenteurs d'obligations dans le cas où le prospectus d'émission autorise le remboursement anticipé par l'émetteur des obligations d'une certaine série d'émission. Ici, nous l'avons remarqué, la discussion est plus nuancée selon que les obligations de l'émetteur sont convertibles ou non en actions, les effets d'un remboursement anticipé étant un peu plus difficiles à digérer pour un investisseur dans le cas des obligations convertibles. Cependant, il convient de noter, à cet égard, que les marchés obligataires matures, notamment celui des États-Unis d'Amérique, mettent beaucoup plus l'accent sur cette caractéristique, alors que, sur le marché des capitaux local, presque tous les émetteurs insèrent cette option de remboursement anticipé dans leurs prospectus d'émission obligataire, sans que cet aspect soit analysé de manière suffisamment

critique par ceux qui choisissent de souscrire aux obligations et sans qu'ils obligent les émetteurs à insérer des mécanismes pour indemniser les détenteurs d'obligations au cas où l'émetteur choisirait de rembourser les obligations par anticipation.

Les intérêts des détenteurs d'obligations peuvent être mieux représentés lorsqu'ils choisissent de se regrouper au sein de la masse des obligataires. Le droit français est plus développé dans ce sens, les obligataires adoptant des décisions significatives pour la vie économique de la société émettrice, au sein des assemblées générales des obligataires de chaque masse d'obligataires.

Nous nous avons préoccupé, dans le cadre de ces travaux, de traiter distinctement, mais aussi de manière comparative, lorsque nous le jugeons utile, la catégorie des obligations ordinaires, non convertibles en actions de l'émetteur, respectivement cette catégorie particulière d'obligations convertibles en actions de l'émetteur. Nous avons accordé plus d'attention au mécanisme par lequel s'opère notamment la conversion des obligations en actions de l'émetteur. Nous avons ainsi observé comment l'augmentation du capital social d'une société par actions par conversion de certaines créances a donné lieu à des discussions contradictoires quant au mode juridique par lequel elle est réalisée, tant dans la doctrine roumaine du droit commercial que dans la pratique judiciaire locale, et comment l'intervention ultérieure du législateur a tenté d'éclairer cet aspect.

Nous avons essayé, également, d'examiner les avantages offerts par l'émission d'obligations convertibles en actions de l'émetteur, à la fois du point de vue de l'émetteur, mais également du point de vue du détenteur de ces obligations convertibles. Concernant ce point, nous pensons que l'émission d'obligations d'entreprises convertibles en actions deviendra encore plus rentable pour les investisseurs à mesure que les impôts directs sur les revenus des investissements augmenteront à l'avenir, de sorte que le mécanisme sera probablement plus largement utilisé.

En ce qui concerne la protection offerte aux obligataires, nous avons remarqué que le système roumain offre certains moyens d'y parvenir, mais l'organisation des obligataires dans le cadre d'une masse forte et compacte, comme c'est le cas en droit français, n'est pas aussi efficace et répandue.

Nous avons essayé, dans notre analyse, d'examiner les émissions obligataires de manière comparative, en analysant les exigences législatives qui doivent être remplies pour le déroulement des prêts obligataires en droit national, avec les exigences législatives spécifiques d'autres

juridictions, ayant une plus longue tradition en matière de prêts obligataires, notamment la France, mais aussi les Etats-Unis d'Amérique.

Par ailleurs, en utilisant la jurisprudence française, nous avons réussi, pensons-nous, à anticiper certaines problématiques qui ne se sont pas encore posées en droit interne, mais qui pourraient potentiellement être déduites des jugements des juridictions nationales dans un avenir pas trop lointain. Parmi ces questions, résolues par les tribunaux français, figurait, comme nous l'avons vu, celle liée au moment où le contrat entre l'émetteur obligataire et le souscripteur est considéré comme valide, au caractère définitif de la souscription des obligations dans le cadre d'une offre publique de souscription, la fiabilité du mécanisme d'attribution au *prorata* des obligations en cas de sursouscription, résiliation anticipée d'une offre publique d'obligations.

Toujours guidés par la pratique des tribunaux français, nous avons analysé la question de la réduction du capital social dans le cas d'une société dont l'actif net est nul ou négatif et qui a également émis des obligations convertibles, en circulation, soit une opération de type accordéon. Le droit français a conservé, comme nous l'avons vu, un grand pouvoir de décision, dans ces cas, aux représentants de la masse des obligataires, sauvegardant les droits des porteurs d'obligations convertibles.

En effet, en imposant la formation de la masse des obligataires détenant toutes les obligations d'une même série, le droit français est plus catégorique que le droit roumain, où même si, de manière générale, on retrouve les mêmes types d'organisation des obligataires, en pratique, le degré de cohésion et de cohérence dans l'action des différents détenteurs d'obligations d'entreprises n'est pas aussi élevé. La participation des obligataires aux décisions de la société émettrice, voire à sa vie économique, est d'autant plus active qu'ils sont institutionnellement organisés au sein d'une masse d'obligataires. Le revers de la médaille, si l'on suit le modèle français de la masse des obligataires, est que, considéré individuellement, d'un point de vue procédural, un obligataire n'a pas la capacité de promouvoir directement une série d'actions en justice, mais seulement à travers la masse représentative des obligataires.

La situation juridique du détenteur d'obligations convertibles, avant leur date d'échéance, a également été un sujet que nous avons traité, principalement, en nous référant à la jurisprudence des tribunaux français. On pourrait ainsi établir qu'un détenteur d'obligations convertibles ne doit pas être traité, d'un point de vue juridique, strictement comme un simple créancier chirographaire

de l'entreprise, ayant la possibilité, à travers la masse des obligataires, de jouer un rôle actif dans les décisions d'affaires de l'entreprise. Cette situation le rapproche en quelque sorte de la situation juridique d'un actionnaire, mais sans pouvoir conférer les droits spécifiques d'un actionnaire de la société, avant le moment de la conversion des obligations en actions de la société émettrice.

Nous avons également donné à la thèse un caractère appliqué prononcé, en analysant un nombre important d'émetteurs ayant émis à la fois des obligations non convertibles, ainsi que les quelques émetteurs, sur le marché local, ayant émis des séries d'obligations convertibles en actions de l'émetteur. A travers l'analyse détaillée des prospectus d'émission de chacune des séries obligataires choisies, nous pensons avoir réussi à couvrir la situation des entreprises actives dans plusieurs domaines pertinents, de l'informatique à la construction, en passant par l'agriculture, la banque, le commerce des biens de consommation. Même si le processus aurait pu paraître relativement aride à un juriste, il fallait absolument pouvoir vérifier la manière dont les sociétés anonymes du pays ont compris lancer les offres d'émission aux investisseurs potentiels.

Les conclusions que nous avons pu tirer à l'issue du processus d'analyse de ces prospectus ou mémorandums d'émission d'obligations d'entreprises en vue de leur admission aux négociations sur un marché réglementé, nous semblent de nature à nous fournir une vision suffisamment précise du paysage natif du secteur des obligations d'entreprises à ce moment historique.

Nous avons tenté de voir, en même temps, comment l'évolution technologique modifiait la structure classique des catégories d'investisseurs. Avec l'émergence des plateformes de négociation d'instruments financiers en ligne, un nombre beaucoup plus important d'investisseurs individuels ont commencé à négocier sur les marchés boursiers. Dans le même temps, les fonds de pension privés du deuxième pilier, comme d'autres fonds de pension optionnels, ont collecté des montants toujours plus importants, disposant d'un montant beaucoup plus élevé à investir, y compris dans des obligations d'entreprises. Cette tendance se poursuivra dans un avenir proche, c'est pourquoi la nécessité de diversifier les investissements, tant en termes de classe d'instruments financiers choisis, que de marchés sur lesquels ces gestionnaires de fonds pourront investir, devrait devenir plus aiguë.

Un chapitre distinct des travaux que nous avons rédigé est consacré aux obligations vertes. Comme nous l'avons vu, l'ambition de l'Union européenne d'abandonner les technologies polluantes traditionnelles et de les remplacer par de nouvelles, beaucoup plus respectueuses de

l'environnement, a conduit à l'adoption du fameux programme politique et économique appelé le *Green Deal*. Controversé, critiqué par une partie de la scène politique comme étant davantage un programme idéologique qu'un véritable programme économique, fondé sur des réalités économiques, le *Green Deal* poursuit cependant son cours. Une partie de cette voie passe également par la priorité au financement d'investissements ayant un impact positif sur l'environnement, à travers l'émission d'obligations vertes. L'absence de critères de qualification clairs, mais surtout l'absence de sanctions ou de primes réelles attachées au respect de ces critères, font que, pour l'instant, le débat sur ce type d'obligations semble plutôt souhaitable, et du point de vue de point de vue de la norme juridique, davantage du domaine de *soft regulation*.

Établir des critères clairs pour pouvoir identifier, le plus objectivement et simplement possible, les investissements susceptibles d'être financés par des émissions d'obligations vertes est essentiel, dans un premier temps. Sinon, si, par exemple, un régime fiscal préférentiel est instauré dans le cas des obligations vertes par volonté de les booster, la tentation de contourner les règles, de frauder, sera forte et il est possible qu'en réalité, nous n'assisterons pas à une réelle avancée des technologies ainsi financées. Nous avons observé, dans le chapitre consacré aux obligations vertes, la situation de ce type d'obligations en République populaire de Chine, où, pendant un certain temps, il existait un cadre réglementaire flou, voire contradictoire, qui permettait le financement de projets, qui, pour tout observateur objectif, ne pourraient pas être considérées comme respectueuses de l'environnement, au travers d'obligations classées comme vertes.

Nous avons remarqué à quel point l'ensemble du projet *Green Deal* a divisé idéologiquement les camps politiques, tant en Europe qu'aux États-Unis d'Amérique. De manière générale, en Europe, les partis souverainistes et conservateurs mettent en cause une perte de compétitivité de l'économie européenne due à des règles excessives de décarbonation et de restauration de certains écosystèmes, en abandonnant l'utilisation des énergies fossiles. Les principaux partis politiques, affiliés aux populaires européens, aux sociaux-démocrates et aux libéraux, soutiennent, dans la plupart des cas, le projet du *Green Deal*, et les partis écologiques ou de gauche radicale ont tendance à surenchérir sur ce thème, de manière excessive.

Aux États-Unis d'Amérique, à première vue, les camps semblent moins variés, dans le sens où, en général, les démocrates soutiennent avec plus de véhémence la nécessité de mettre en œuvre

des projets de transition énergétique et des politiques vertes, tandis que les républicains ont tendance à se montrer plus conservateurs sur ce sujet et ayant la tendance à privilégier la dimension économique du phénomène, devant sa dimension écologique. L'approche est rationnelle, car pour réussir et être souhaitée par la majorité de la population, toute révolution, même verte, doit pouvoir apporter de réels bénéfices à la population, et pas seulement des coûts supplémentaires et des résultats incertains.

En ce qui concerne la Roumanie, il est important de poursuivre son développement économique, avec une croissance annuelle du PIB à un niveau au moins double de la croissance moyenne de la zone euro, afin de pouvoir récupérer pleinement et dans un délai acceptable, les écarts historiques de développement économique. Nous notons, en conclusion, qu'un rôle central dans ce processus de convergence économique est joué par les grandes entreprises, qui sont le plus souvent organisées sous la forme juridique de sociétés par actions ouvertes. Ces sociétés anonymes, afin de pouvoir obtenir le financement nécessaire au développement des grands projets dans lesquels elles sont impliquées, auront de plus en plus recours au financement par le marché des capitaux.

Parmi toutes les options de financement des sociétés par actions sur les marchés des capitaux, le financement par émission d'obligations d'entreprises reste l'une des options les plus fiables, les plus simples et les plus réalisables pour pouvoir attirer des sommes importantes auprès des investisseurs. Présentant, comme nous l'avons vu, des avantages certains pour les investisseurs également, nous pensons que l'évolution future du marché local des obligations d'entreprises sera positive, avec un nombre croissant d'émetteurs, un nombre croissant d'investisseurs et un volume total d'emprunts obligataires beaucoup plus élevés que par le passé. Bien entendu, certains aspects doivent être corrigés, concernant le comportement des émetteurs et des autres participants à l'émission et au développement des emprunts obligataires.

La croissance du marché obligataire local se poursuivra à deux niveaux: le premier, représenté par les grandes sociétés cotées, qui opèrent principalement dans le domaine de l'énergie, mais aussi les banques commerciales, qui auront besoin de capitaux supplémentaires pour pouvoir réaliser un programme d'investissement ambitieux et qui émettra des séries très importantes d'obligations d'entreprises, et le deuxième niveau, représenté par des sociétés par actions de plus petite capitalisation, qui ont été cotées ces dernières années sur le segment AeRO de la bourse

locale et qui continueront à rechercher des financements à travers ce mécanisme dans le cadre de leur expansion accélérée. Ces dernières sociétés continueront probablement à offrir aux investisseurs les taux d'intérêt élevés associés aux obligations émises, mais avec les risques associés à une entreprise à un stade moins mature.

Pour continuer à se développer, qu'on le veuille ou non, chaque État et chaque entreprise a aussi besoin de financements extérieurs. Le choix des options de financement optimales, qui garantissent un développement accéléré, mais qui s'avèrent relativement facilement supportables pour leur bénéficiaire, restera une question de première importance dans la période à venir.

