

# LE TRAITEMENT DE LA DETTE OBLIGATAIRE

## BRÈVE ÉVOLUTION DU DROIT DES OBLIGATAIRES EN PROCÉDURE COLLECTIVE DE 1935 À NOS JOURS

Par **Catherine MARCHAL-GRALITZER**, doctorante à  
l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne.

---

**L**e traitement de la dette obligataire, au centre de l'actualité depuis la crise de 2008, n'est qu'une préoccupation relativement récente des acteurs économiques au regard de l'histoire du droit des entreprises en difficulté.

### § 1 - DROIT APPLICABLE AUX OBLIGATIONS EN L'ABSENCE DE RÉGLEMENTATION SPÉCIFIQUE

Le premier emprunt obligataire fut lancé en France par François I<sup>er</sup>, en 1522, sous la forme d'une rente perpétuelle pour financer la guerre en Italie<sup>1</sup>. Outil privilégié du financement de l'Etat, ce n'est qu'à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle que la technique de l'emprunt obligataire connut la faveur des acteurs privés. Vers 1850, le Crédit Foncier de France, suivi par plusieurs entreprises porteuses de projets industriels nécessitant d'importants investissements, eurent pour la première fois recours à ce mode de financement pour le développement de leur outil d'exploitation. Son développement connut un essor particulier au lendemain de la seconde guerre mondiale où l'indemnisation des actionnaires expropriés s'effectua par le biais d'émissions obligataires, certaines bénéficiant même d'un statut particulier<sup>2</sup>. La loi du 24 juillet 1867 sur les sociétés par actions ignorait néanmoins la situation des obligataires, peu représentés à l'époque. Les quelques émissions massives faisaient ainsi l'objet de dispositions spécifiques et ponctuelles<sup>3</sup>. En l'absence de statut légal, le contrat de souscription était donc assimilé à un contrat de prêt<sup>4</sup> et relevait des dispositions du code civil. Le porteur

---

<sup>1</sup> V.-M. THULLIEZ, « Essai historique sur le titre nominatif et sa transmission », Thèse Paris, 1900, p. 96 ; A. REYGRABELLET, « La notion de valeur mobilière », Thèse, vol. 1, n°33 et s.; A. COURET, H. LE NABASQUE, « Droit financier », Précis *Dalloz*, 2e éd., 2012; de H. VAUPLANE, J.-P. BOUERE, P. DEROUIN, *et al.*, « Titres et emprunts obligataires », Tome 1, Banque éditeur, 1998, n° 1.

<sup>2</sup> On citera notamment en ce sens les émissions « Banque de France » et « Charbonnages de France » M. de JUGLART, B. IPPOLITO, par du E. PONTAVICE et J. DUPICHOT, « Traité de droit commercial », Vol. 2 : Les sociétés, 3e éd., 1982, n°644)

<sup>3</sup> Voir, en ce sens, les émissions du Crédit foncier et loi du 11 juin 1880 sur les chemins de fer d'intérêt local cités par F. AZENCOT *in* « La protection des porteurs d'obligations », Thèse, 1938, p. 1.

<sup>4</sup> V. en ce sens, J. KREHER, « La défense des obligataires », *Rousseau*, 1938 : « la cause du lien juridique entre l'obligataire et la société se trouve dans le versement par l'obligataire à la société d'une certaine somme d'argent à titre de prêt, l'objet du contrat réside : 1<sup>o</sup>- dans le paiement d'un intérêt jusqu'au jour du remboursement, 2<sup>o</sup>- dans le remboursement du capital à une date certaine fixée suivant les ressources présumées de

d'obligations, dans ses rapports avec la société débitrice, se voyait appliquer la rigueur du droit des contrats, alors même que la complexité du lien l'unissant à la société et aux autres souscripteurs démontrait, déjà, qu'il était bien plus qu'un créancier ordinaire. Détenteur, comme tout créancier chirographaire, d'un droit de gage général sur le patrimoine de l'entreprise au sens des articles 2284 et 2285 du code civil<sup>5</sup>, l'obligataire n'en n'était pas moins un créancier d'un type particulier, *sui generis*<sup>6</sup>, éloigné dans ses préoccupations du créancier traditionnel de l'entreprise.

En dehors de toute limitation légale de la somme globale à émettre, ce placement, réputé sans risque, se révéla vite être, dans le cadre de certaines émissions, un véritable leurre. Avec un endettement obligataire hors de proportion, représentant parfois jusqu'à dix fois le capital social, le gage offert par certaines entreprises ne fut plus qu'illusoire<sup>7</sup> et les liquidations en chaîne devinrent légions. La fin du XIX<sup>e</sup> siècle fut ainsi marquée par de gros scandales financiers, où les obligataires, spoliés, se trouvèrent totalement démunis. On trouva alors des avocats pour plaider leur cause perdue<sup>8</sup> et partout des voix s'élevèrent contre une situation qualifiée d'injuste. Car si l'actionnaire était à même de faire valoir ses droits au sein des assemblées générales, sous couvert de l'intérêt social, l'obligataire, assimilé à un simple créancier, n'avait voix au chapitre tout au plus que dans le cadre d'un contentieux mené dans la solitude et, le plus souvent, la méconnaissance de ses droits. Dans le pire des cas, il lui fallait attendre la liquidation où, noyé dans la masse des créanciers chirographaires, il ne pouvait faire entendre ses revendications.

Face à l'adversité, l'être humain fait naturellement valoir ses instincts grégaires. Tant qu'aucune contrainte ne menaçait l'unité de la créance obligataire, les droits de chacun des porteurs s'exerçaient à titre individuel, comme autant de petites créances indépendantes, sans autre lien que celui créé par l'émission. C'est la survenance de difficultés, à même de causer un préjudice à l'ensemble des obligataires, qui rendit nécessaire la mise en place d'une défense unitaire, « d'une représentation collective et peut

---

l'entreprise débitrice, 3<sup>o</sup> - parfois dans le paiement soit de primes soit de lots au moment du remboursement, 4<sup>o</sup> dans la remise à l'obligataire d'un titre négociable. »

<sup>5</sup> C. civ., Art. 2284 : Quiconque s'est obligé personnellement, est tenu de remplir son engagement sur tous ses biens mobiliers et immobiliers, présents et à venir.

C. civ., Art. 2284 : Les biens du débiteur sont le gage commun de ses créanciers ; et le prix s'en distribue entre eux par contribution, à moins qu'il n'y ait entre les créanciers des causes légitimes de préférence.

<sup>6</sup> H. JOURDAIN, « De la situation des obligataires en cas de liquidation amiable, de liquidation judiciaire ou de faillite de la société débitrice », Thèse Paris, 1932, p. 41

<sup>7</sup> *Ibid.*

<sup>8</sup> Voir en ce sens la diatribe lancée par J. KREHER, « LA DEFENSE DES OBLIGATAIRES », *Rousseau*, 1938, p. 12 s. « Grace aux lacunes d'une législation insuffisante les épargnants ont été trompés par une publicité aussi forcenée que tendancieuse. On est venu les solliciter jusqu'à leur domicile. Trop de banquiers, alléchés par une commission confortable, ont manqué à leur devoir le plus essentiel vis-à-vis de clients qui mettaient en eux leur confiance. Des démarcheurs irresponsables, à l'identité mal définie, les ont gorgés de titres sans valeur. Après quoi, maltraités, dépouillés, dévalués, les obligataires se trouvaient désarmés pour faire entendre leurs revendications et leurs droits. »

être de renonciations majoritaires destinées à éviter le pire »<sup>9</sup>. L'idée selon laquelle les obligataires trouveraient une meilleure protection dans le cadre de la collectivité fit alors jour, la renégociation du contrat d'émission s'analysant comme le moindre mal face au spectre de l'aggravation des difficultés et du risque de faillite. C'est ainsi que la représentation collective, aujourd'hui érigée comme un principe gouvernant l'action de l'obligataire de la naissance de son droit à son extinction, se développa à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle dans un contexte de crise économique.

Si la figure du mandat<sup>10</sup> fut un temps retenu, avec les difficultés qu'elle pouvait entraîner<sup>11</sup>, c'est essentiellement sous la forme du groupement conventionnel que s'est organisée la défense des obligataires. L'exemple le plus ancien remontait à l'affaire des verreries Ricarmes et de cuivres Lyon-Mâcon, en 1884. A cette époque, la constitution d'organismes assurant la défense des obligataires, par le choix de représentants et la constitution d'assemblée générales, se développa tant à l'initiative des obligataires qu'à celle des sociétés débitrices, lesquelles trouvèrent en cette technique le meilleur outil pour l'obtention d'un allègement des conditions de remboursement de l'emprunt, à la faveur d'un fait majoritaire contractuellement instauré. Aux fins d'une représentation unitaire, les droits et actions des obligataires se trouvaient par ailleurs centralisés, dans l'intérêt de tous, entre les mains d'un représentant, autorisé à agir au nom de la collectivité par décision majoritaire<sup>12</sup>.

Les praticiens de l'entreprise en difficulté et les tribunaux de Commerce virent très vite l'utilité à tirer de ces groupements dans le cadre de l'adoption des plans et de leur mise en œuvre. Cette pratique fut ainsi largement utilisée, de 1890 à 1917, à l'occasion de concordats de majorité dont l'homologation entraînait l'adhésion de plein droit aux statuts d'une association ou société civile. Le représentant des obligataires se trouvait alors investi d'un droit de contrôle sur la réorganisation de l'entreprise dont il rendait compte auprès de l'assemblée des obligataires en élaborant un rapport. S'établissait alors un véritable droit de regard des obligataires sur l'activité de l'entreprise, auquel s'ajoutait parfois un droit d'intervention dans la gestion, encadré sous certaines conditions<sup>13</sup>.

En 1895, dans l'affaire de la Compagnie de chemins de fer Argentins<sup>14</sup>, une option fut ainsi offerte aux obligataires, lesquels

---

<sup>9</sup> P. CORDONNIER, « Le nouveau régime des obligataires ou porteurs de titres d'emprunts », *Sirey*, 1936, p. 59

<sup>10</sup> Article 1984 et s. du code civil

<sup>11</sup> Voir, à ce sujet, les développements sur l'application de l'adage « nul ne plaide par procureur » à la théorie du mandat, F. AZENCOT, *op. cit.*, p. 25

<sup>12</sup> F. AZENCOT, *op. cit.*, p. 27

<sup>13</sup> Voir en ce sens les développements de C. RIGOT-MULLER, « La fonction économique de l'obligation et la protection des obligataires », Thèse Lyon, 1928, p. 107 et E. « THALLER », « La construction du droit des obligataires sur la notion d'une société qui existerait entre eux », *Ann. Dr. com.* 1894, p. 66 et 67.

<sup>14</sup> Req, 5 nov. 1895, D.P 97.1.113, note THALLER.

eurent à choisir entre (i) un remboursement de 20% de la créance en 5 annuités égales et (ii) l'échange des titres anciens contre des titres nouveaux de même valeur nominale mais à intérêts variables et subordonnés au bénéficiaire. Dans cette dernière hypothèse, les obligataires adhéraient de plein droit à un syndicat, investi de pouvoirs très larges concernant le contrôle de l'entreprise, et dont les administrés étaient autorisés à assister aux réunions du conseil d'administration ainsi qu'aux assemblées générales d'actionnaires<sup>15</sup>.

Quelques années plus tard, l'affaire de la Compagnie de chemins de fer de Santa-Fé<sup>16</sup> fut, elle, l'occasion d'une utilisation au profit de la procédure d'un groupement contractuel préexistant. Le soutien sans faille du « syndicat des obligataires », qui se traduit notamment par une autorisation donnée à l'entreprise d'émettre de nouveaux emprunts jouissant d'une priorité sur les droits des obligataires concordataires, permit à la Compagnie française du chemin de fer du chemin de Santa Fé de « recouvrer, en moins de vingt ans, la libre et entière disposition de ses résultats d'exploitation »<sup>17</sup>. Ces deux affaires sont des illustrations précieuses d'une procédure intelligemment menée où la collaboration entre débiteur et créanciers obligataires, exempte de toute défiance, fut gage de réussite.

## § 2 - ÉLABORATION D'UN STATUT LEGISLATIF

Cette initiative de la pratique validée par tribunaux, fut vite reprise par le législateur, qui, après diverses tentatives<sup>18</sup>, mit un point final à l'élaboration d'un droit spécial des obligataires avec le Décret-loi du 30 octobre 1935<sup>19</sup>. Empreint d'une volonté protectionniste clairement affichée et relativement atypique<sup>20</sup>, ce texte fondateur instaure le groupement de plein droit des porteurs d'une même émission, pour la défense de leur intérêt commun, en une masse jouissant de la personnalité civile. Traduction de la convergence d'intérêts individuels, regroupés par le hasard des souscriptions, la masse des obligataires devint le vecteur légal de la conservation du principe d'égalité présidant à leur regroupement. Pour mieux assurer ce maintien, le décret-loi institua la figure du représentant des obligataires, seul autorisé à agir en leur nom pour tous les actes de gestion et toutes actions en justice ayant pour objet la défense de leur intérêt commun. A l'ouverture d'une procédure collective, le représentant déclarait la créance globale résultant de

<sup>15</sup> G. HUREAU, « Pouvoirs des assemblées obligataires », Thèse Paris 1948, p. 82.

<sup>16</sup> Paris, 27 mai 1903.

<sup>17</sup> G. HUREAU, *op. cit.*, p. 82.

<sup>18</sup> On citera ainsi la loi du 2 juillet 1919, instituant un règlement transactionnel pour cause de guerre, consacrant à titre temporaire un droit spécial des obligataires, mais également le projet de loi du 14 novembre 1930, qui prévoyait le regroupement des obligataires au sein d'une masse et ne vit jamais le jour.

<sup>19</sup> Décret-loi du 30 octobre 1935 relatif à la protection des obligataires.

<sup>20</sup> Le législateur étant plutôt enclin au 20<sup>e</sup> siècle à protéger le débiteur de ses créanciers, voir en ce sens les développements de RIPERT et ROBLOT, *Traité de droit commercial*, Tome 1, vol. 2, Les sociétés commerciales, 18<sup>e</sup> éd. LGDJ, n° 1780, p. 530.

l'emprunt obligataire et votait, au sein des assemblées de créanciers au nom de la masse, sur les éventuelles modifications des modalités de remboursement proposées par le syndic. Ces dispositions, reprises et modernisées par la loi de 1966 sur les sociétés, sont, pour l'essentiel d'entre elles, encore en vigueur aujourd'hui et désormais codifiées aux articles L. 228-38 et s. du Code de commerce.

Novateur et audacieux, ce texte fut l'objet de toutes les attentions à sa promulgation. Une littérature foisonnante, se livrant à une analyse tant élogieuse qu'acérbe du nouveau régime des obligataires souleva l'enthousiasme des différents commentateurs de l'époque. Puis, à l'euphorie des premiers instants succéda l'épreuve de la mise en pratique, que le décret-loi releva, là encore, non sans certains heurts. Le texte se révéla néanmoins plutôt souple à l'usage et ce n'est finalement qu'au tournant des années 2000 qu'il suscita de nouvelles préoccupations.

### § 3 - DIVERSIFICATION DU TITRE OBLIGATAIRE

Si la première partie du 20<sup>e</sup> siècle fut essentiellement marquée par la définition d'un statut légal propre à l'obligataire, l'éloignant définitivement du créancier *lambda*, la seconde moitié du 20<sup>e</sup> siècle fut l'occasion d'une progressive abolition de la frontière, autrefois nettement établie, entre actionnaire et obligataires<sup>21</sup>. Mené dans le contexte plus large de la diversification des valeurs mobilières<sup>22</sup>, ce rapprochement s'est ainsi traduit par le développement de titres mixtes<sup>23</sup> où le titre primaire revêtait la forme d'une obligation.

La diversification du titre obligataire, rendue nécessaire par la volonté de multiplier des sources de financement attractives, s'opéra cependant par simple accumulation de strates législatives<sup>24</sup>. A chaque titre obligataire correspondait un régime légal propre, et ce au détriment d'une certaine cohérence entre les textes<sup>25</sup>. Ainsi et selon le titre concerné, il fallait se reporter tantôt au régime des obligations simples<sup>26</sup>, tantôt aux dispositions spéciales relatives aux OBSA<sup>27</sup>, OCA<sup>28</sup> ou OEA<sup>29</sup>, tantôt, enfin, aux dispositions relatives aux valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres représentant une quotité du capital<sup>30</sup>, lorsque

<sup>21</sup> F.-X LUCAS, « Retour sur la notion de valeur mobilière », *Bull. Joly Soc.*, 1er août 2000, n° 8-9, p. 765 ; V. par ailleurs : I. OUANES, « Le régime juridique des valeurs mobilières composées », Paris I, 1992, p. 196 ; F. PELTIER, « La nature juridique des obligations remboursables en actions », *JCP E*, 1992, n° 24, I, p. 281, spéc. p. 183, n° 16.

<sup>22</sup> F.-X LUCAS, *op. cit.*, A COURET, « Les nouveaux titres représentatifs de fonds propres », *Bull. Joly soc.*, 1<sup>er</sup> mai 1986, n° 5, p. 559.

<sup>23</sup> Bull. mensuel de la COB, n° 49, mai 1973, p. 3.

<sup>24</sup> A. PIETRANCOSTA, « La protection des valeurs mobilières donnant accès au capital après l'ordonnance du 24 juin 2004 », *op. cit.*, spéc. n° 4.

<sup>25</sup> Pour une analyse complète des différents régimes, v. I. OUANES, « Le régime juridique des valeurs mobilières composées », Thèse Paris I, 1998.

<sup>26</sup> C. com., art. L. 228-38 à L. 228-90.

<sup>27</sup> C. com., ancien art. L. 225-150 à L. 225-160.

<sup>28</sup> C. com., ancien art. L. 225-161 à L. 225-167.

<sup>29</sup> C. com., ancien art. L. 225-168 à L. 225-176.

<sup>30</sup> C. com., art. L. 228-97.

le titre à émettre ne relevait d'aucun régime spécial. L'ordonnance du 24 juin 2004<sup>31</sup>, portant libéralisation de l'émission des valeurs mobilières<sup>32</sup> vint mettre un terme à cette problématique en remplaçant les dispositions éparses par un régime général des valeurs mobilières donnant accès au capital ou à l'attribution de titres de créances<sup>33</sup>. Dans ces conditions, le recours à l'emprunt obligataire connut un véritable essor. La souplesse de l'instrument, associée à la créativité des praticiens, en fit un produit de plus en plus sophistiqué que les acteurs tant français qu'internationaux du « capital-investissement » ne tardèrent pas à s'approprier.

#### § 4- DEVELOPPEMENT DU CAPITAL-TRANSMISSION

Développées aux Etats-Unis dès la fin de la seconde guerre mondiale, les opérations de capital-transmission se heurtèrent en France à l'obstacle du monopôle bancaire<sup>34</sup>. L'adaptation à cette contrainte légale se fit alors par recours à l'émission de titres obligataires dans le cadre d'opérations à effet de levier - autrement appelées opérations de *Leverage Buy Out* (LBO). Aux tranches de dettes classiques, dites *senior*<sup>35</sup> et *junior*<sup>36</sup>, se greffa la tranche *mezzanine* généralement constituée sous forme d'obligations à bons de souscription d'actions ou d'obligations convertibles<sup>37</sup>. Le recours aux émissions obligataires se généralisa également sur ce type d'opération au profit des investisseurs en *private equity*, qui, pour faciliter la remontée du *cash*, prirent l'habitude de structurer une partie des capitaux propres sous forme d'obligations convertibles et subordonnées, exerçables en cas de difficultés financières de la société<sup>38</sup>.

L'important développement de ce mode d'acquisition s'est néanmoins parfois accompagné d'une fragilisation des structures cibles. Dans une opération de LBO, le remboursement de la dette d'acquisition portée par la société *holding* s'effectue par le biais du versement par la société cible de dividendes, imposant la maximisation d'un *cash-flow* suffisant à assurer le service de la dette. Dans la plupart des cas, cet impératif se traduit par une réduction drastique des investissements et de la croissance. Lorsque ce schéma s'accompagne d'un *business plan* un peu trop

<sup>31</sup> Ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale.

<sup>32</sup> F. LEPLAT, « Les valeurs mobilières composées », *LPA*, 22 sept. 2005, n°189, p. 66.

<sup>33</sup> C. com., art. L. 228-91 à L. 228-97.

<sup>34</sup> S. VERMEILLE, « Règles de Droit et développement des modes de financement alternatifs au crédit bancaire... Ou l'inadaptation du droit français à l'évolution de l'économie et de la finance », *RTDF*, n°2, 2012, p. 41.

<sup>35</sup> Bénéficiant d'une priorité de remboursement, en principal et intérêts, au sein de la *waterfall*.

<sup>36</sup> Subordonnée au remboursement de la tranche *senior*.

<sup>37</sup> J.-D. DAUDIER DE CASSINI, A.-S. NOURY, « Obligataires et procédures collectives », *Bull. Joly Soc.* 2009, n°228, p. 1123.

<sup>38</sup> P. VERNIMMEN, P. QUIRY, Y. LE FUR, *Dalloz*, Chap. 50 : Les LBO, Finance d'entreprise, spéc. 50.9, p. 1022.

optimiste, une évolution imprévue de l'environnement économique peut parfois mettre à mal l'opération, imposant que les actionnaires et créanciers s'entendent sur un plan de recapitalisation et une renégociation des principales caractéristiques de la dette.

La crise financière de 2008 a ainsi précipité de grands groupes industriels, jusqu'alors épargnés par les difficultés, dans un cycle de renégociation amiable et judiciaire de leur dette d'acquisition. Les efforts consentis par les créanciers se sont, dans un premier temps, essentiellement concentrés sur le report et le rééchelonnement des échéances du crédit. A mesure de l'imminence du « mur de la dette », les concessions se sont durcies, jusqu'à impliquer des abandons voire, dans certains dossiers, une prise de contrôle par conversion de la dette en capital<sup>39</sup>.

## § 5 - APPARITION D'UN DROIT SPECIAL DES OBLIGATAIRES EN PROCEDURES COLLECTIVES

Dans ce nouveau contexte économique, le régime spécial des obligataires élaboré en 1935 s'est vite révélé inadapté, tant au regard des acteurs qu'il avait désormais vocation à protéger – à savoir essentiellement des investisseurs éloignés dans leur préoccupations de l'image d'Epinal du bon père de famille - que des nouvelles opérations entrant dans son champ d'application – *lender led*, *cramdown* et autres techniques « exotiques ». Ce corps de règles protectrices, instituant des procédures de consultation des obligataires dont l'efficacité n'était plus à prouver dans le cadre d'une société *in bonis*, est alors apparu lourd et complexe face à un impératif de célérité évident. Cette inadaptation du statut des obligataires au droit des procédures collectives fut, dès lors, propice aux initiatives de la pratique, prompte à contourner un dispositif parfois en opposition avec la volonté politique de sauvegarde de l'entreprise et des emplois attachés.

Dans l'affaire Eurotunnel, c'est la question des modalités de consultation sur le projet plan des créanciers obligataires relevant de plusieurs émissions distinctes, effectuées en euros et en livres sterling, qui s'est ainsi posée. En 2006, à l'ouverture de la procédure de sauvegarde au profit des sociétés du groupe Eurotunnel, le droit des procédures collectives posait simplement, à l'article L. 626-32 C. com., un principe de convocation par l'administrateur judiciaire « des représentants de la masse » en vue de leur exposer le projet de plan, à charge ensuite, pour ces derniers, de convoquer « les assemblées générales des obligataires » aux fins de délibération sur le projet soumis.

Pour les émissions en euros, cela revenait à convoquer les assemblées générales de chaque masse des obligataires selon les dispositions du régime des obligataires (article L. 228-65 C. com.,

---

<sup>39</sup> On citera en ce sens les dossiers SGD et CPI en 2009, Saur, Terreal et Vialoc en 2013.

notamment), l'article 626-32 C. com. n'étant, en somme, qu'une « disposition de coordination »<sup>40</sup> entre le régime du droit des procédures collectives et celui du droit des valeurs mobilières. Dans ces conditions, les assemblées générales de chaque émission en euro avaient vocation à se prononcer à la majorité des deux tiers des voix dont disposaient les porteurs présents ou représentés<sup>41</sup>.

La question s'annonçait plus délicate pour ce qui concernait les émissions en livre sterling qui relevaient du droit anglais, lequel ignore tant le concept de « masse » que celui de « représentant de la masse ». Une analyse stricte de l'article L. 626-32 C. com. aurait dû mener les administrateurs judiciaires à consulter ces obligataires selon les modalités du contrat d'émission ou, à défaut, selon les prévisions du droit anglais, lesquelles prévoient généralement, en la matière, des conditions de quorum et de majorité différentes selon l'importance des décisions à prendre<sup>42</sup>. Dans ces conditions, les assemblées générales de chaque émission en livre sterling auraient eu à se prononcer sur le projet de plan soumis à une majorité de 75%<sup>43</sup>.

Contournant la voie tracée par les articles 626-32 C. com et 228-65 C. com, les administrateurs judiciaires du groupe Eurotunnel prirent le parti de consulter la totalité des obligataires relevant d'émission distinctes en deux masses - l'une regroupant les porteurs d'obligations émises en euros, l'autre regroupant les porteurs d'obligations émises en livres sterling – qui approuvèrent aux majorités respectives de 82,17% et 69,22% le projet de plan préalablement soumis au comité des établissements de crédits et assimilés. Le tribunal de Commerce de Paris<sup>44</sup> arrêta par suite le plan de sauvegarde des sociétés du groupe Eurotunnel, approuvant par la même les modalités de consultation des créanciers obligataires – à savoir, tant le principe d'une consultation unique que d'une majorité à deux tiers - dont on comprend qu'elles permirent sûrement de passer outre l'opposition de certains minoritaires. Cette solution, très contestable dès lors qu'elle contrevenait par ailleurs directement au principe selon lequel les masses d'obligataires ne peuvent, en aucun cas, délibérer au sein d'une assemblée commune<sup>45</sup>, fut néanmoins reprise au titre des modifications portées par l'ordonnance du 18 décembre 2008<sup>46</sup>.

---

<sup>40</sup> E. SCHOLASTIQUE, G. BREMOND, « Réflexions sur la composition des comités de créanciers dans les procédures de sauvegarde et redressement judiciaires », *JCP E* 2006, 1405, p. 466 s., spéc. n° 20.

<sup>41</sup> C. com. Art L. 228-65.

<sup>42</sup> G. ENDREO, « La masse contractuelle des obligataires : état des lieux et piste de réforme », (C. com., art. L 228-90), *BJB*, 31 déc., 2014, n° 12, p. 609).

<sup>43</sup> Majorité généralement retenue pour les décisions les plus importantes, à savoir, la modification du taux d'intérêts ou du montant du remboursement.

<sup>44</sup> T. com. Paris, 1<sup>er</sup> ch. A, 15 janvier 2007, Eurotunnel, n° RG 2006/079780.

<sup>45</sup> C. com., Art. 228-61 al. 1.

<sup>46</sup> Ordonnance n° 2008-1345 du 18 décembre 2008.

## § 6 - POUR L'INSTITUTION D'UN VÉRITABLE TROISIÈME COMITÉ DES CRÉANCIERS

Le principe de la consultation au sein d'une assemblée unique de l'ensemble des créanciers titulaires d'obligations émises en France et à l'étranger (AUO), qui figure désormais à l'actuel article L. 626-32 C. com., a l'indéniable avantage de la rapidité et de la simplicité. Il est, en ce sens, empreint d'un grand pragmatisme. Ce principe induit néanmoins un profond changement de paradigme en instituant une assemblée *sui generis*, dont l'existence même vient directement heurter le principe d'égalité sous tendant la notion de masse. A cet égard, il traduit simplement l'idée selon laquelle l'assemblée unique des obligataires n'a pas vocation à assurer, à l'instar de l'assemblée générale de l'article L. 228-65 C. com., la défense de l'intérêt commun des obligataires relevant d'une même émission, mais plutôt à obtenir l'adoption de concessions à même de préserver la valeur de l'entreprise et les emplois qui y sont associés.

Cette idée n'est pas choquante dans un contexte d'entreprise en difficulté où l'intégralité des parties prenantes est amenée à revoir les modalités du remboursement de sa créance. Elle aurait même gagné à être plus efficace encore si l'intention d'origine avait été clairement assumée et promue par les textes. Les ordonnances de 2008 et 2010<sup>47</sup> se sont ainsi arrêtés à mi-chemin de l'élaboration d'un droit spécial des obligataires en procédure collective, en s'abstenant de reconnaître en l'AUO un véritable troisième comité qui (i) voterait concomitamment aux votes du Comité des Etablissements de Crédit et Assimilés (CECA) et du Comité des Principaux Fournisseurs (CPF) et (ii) serait mis en mesure d'apporter, à l'instar de ces derniers, des modifications au projet de plan soumis au vote et de soumettre un projet de plan alternatif. En l'état de la rédaction actuelle des textes, l'AUO n'a ainsi d'autre choix que de marquer son désaccord en sanctionnant l'adoption du projet de plan par un vote défavorable. Ce manque de souplesse évident aboutit à remettre entre les mains des obligataires un véritable droit de véto, préjudiciable tant aux intérêts de l'entreprise qu'à ceux des autres créanciers pour lesquels l'adoption rapide d'un plan limite la perte de valeur.

Cette illustration n'est qu'un exemple parmi tant d'autres des nombreux enjeux auxquels sont actuellement confrontés les praticiens des procédures collectives face à l'endettement obligataire. L'émergence d'un droit spécial des obligataires en procédures collectives s'est opérée par adjonctions ponctuelles, au gré des différents besoins identifiés par la pratique. Si l'essentiel des transformations nécessaires à l'adaptation des dispositions du décret-loi de 1935 au contexte économique actuel a été mené, reste à bâtir désormais une théorie générale, seule à même d'assurer l'efficacité de ce nouveau régime sur le long terme.

<sup>47</sup> Ordonnance n° 2010-1512 du 9 décembre 2010.

