

Revue des sociétés

Revue des sociétés 2008 p. 25

La consultation des créanciers obligataires dans le cadre d'une procédure collective d'insolvabilité

Bernard Grelon, Avocat au barreau de Paris, agrégé des Facultés de Droit, professeur à l'Université de Paris IX

L'essentiel

La loi de sauvegarde tout en reprenant le mécanisme de consultation des obligataires issu de la loi du 25 janvier 2005 a institué une procédure spécifique lorsque la procédure de sauvegarde ou de redressement judiciaire donne lieu à mise en place de comités de créanciers. L'affaire *Eurotunnel*, par son caractère international, a montré l'efficacité de ces mécanismes mais a conduit à s'interroger sur la nature et la portée de ces solutions originales. Le projet d'ordonnance élaboré par le gouvernement pour réformer la loi entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2006 conforte pour l'essentiel les solutions imaginées ou retenues à l'occasion de cette affaire.

1. Créanciers de la société, les obligataires en sont des parties prenantes, des *stakeholders*, liés entre eux par un intérêt commun né de l'unité du régime d'émission (1). Ce double caractère leur confère une situation originale en cas de procédure collective d'insolvabilité (2), que la loi du 26 juillet 2005, peut-être bientôt réformée, a accentué.

2. La sophistication des techniques de financement et leur internationalisation ont conféré une complexité accrue aux régimes des emprunts obligataires et ont largement aboli les frontières entre le régime des titres représentatifs de créances et celui des titres donnant accès au capital (3).

Créancier, l'obligataire est soumis à des conditions de remboursement de sa créance définies par la société. Son titre, par la complexité de son régime, le place dans une situation, tant du point de vue juridique que financier, intermédiaire entre celle des créanciers et des actionnaires.

3. Le caractère collectif de l'émission, l'influence des organes sociaux de la société dans la détermination des caractères de l'émission, ont conduit la pratique puis le législateur à instituer une organisation collective de ces créanciers particuliers préservant l'unité de l'émission et sauvegardant les droits individuels des porteurs de titres.

4. Dès avant le décret-loi du 30 octobre 1935, alors qu'aucune règle légale ne s'imposait, la pratique avait été adoptée de constituer entre les titulaires de créances obligataires ayant souscrit à la même émission des associations ou des sociétés civiles regroupant les obligataires (4), qui n'étaient qu'une anticipation conventionnelle de la « masse » des obligataires instituée par le décret-loi de 1935 (5) puis par les réformes successives du droit des sociétés.

5. Ce passage du contrat à la loi et la constitution de la masse dotée d'une représentation légale ont modifié ainsi l'approche de la question et renforcé le caractère collectif de la créance obligataire. Ces transformations ont eu des incidences importantes sur le traitement des créances obligataires par le droit de la « faillite » (6).

6. Considéré jusqu'en 1935 comme un créancier individuel, comme les autres, chaque obligataire était tenu de produire sa créance et appartenait de plein droit à l'assemblée concordataire (7). Devenu un simple participant à une créance collective gérée de manière uniforme dans le cadre de la masse par le représentant de celle-ci, le créancier obligataire d'acteur direct n'est plus devenu que participant indirect n'intervenant que par la voix de ses

représentants. S'est notamment posée, alors, la question de la représentation et du vote des obligataires au sein de l'assemblée concordataire.

La loi du 25 janvier 1985, soucieuse de réduire le rôle des créanciers, n'a évidemment pas renforcé celui des obligataires. La loi renvoyait purement et simplement au droit des sociétés et aux dispositions relatives à la masse des obligataires pour organiser le traitement des créances obligataires. Pour l'essentiel, le représentant de la masse devait déclarer la créance pour le compte des obligataires (8) et celui-ci était consulté, comme l'étaient les autres créanciers, sur les délais et remises sollicités dans le cadre du plan de continuation (9).

7. La question a été renouvelée par l'internationalisation des mécanismes financiers et par la réforme du droit des procédures collectives opérée par la loi de la sauvegarde du 26 juillet 2005.

8. La multiplication des émissions internationales (10) a eu pour conséquence de rendre plus complexe la notion même d'emprunt obligataire, d'une part, à travers, notamment, de nombreux produits hybrides et, d'autre part, en multipliant les émissions opérées par des sociétés françaises placées sur des places étrangères, les contrats d'émission étant soumis au droit étranger (11).

9. De son côté, la loi de sauvegarde a renforcé les droits des créanciers en associant étroitement certains - fournisseurs et établissements de crédit - à la négociation du plan, dans les procédures de sauvegarde et de redressement judiciaire, seules concernées, la liquidation judiciaire n'impliquant pas de négociation avec les créanciers (12) dans la perspective du redressement de l'entreprise.

Cette prise en considération, par la loi, des créanciers partenaires de l'entreprise a, aussi, bien que dans un degré moindre, affecté la situation des obligataires à la suite d'un amendement parlementaire (13) qui a abouti à l'article L. 626-32 du code de commerce (14).

10. A la suite de l'entrée en vigueur de la loi nouvelle, le 1^{er} janvier 2006, c'est avec la procédure Eurotunnel (15), procédure complexe tant par son caractère bi national que par la complexité de ses financements et donc la diversité de ses créanciers, que le traitement nouveau des obligataires introduit par la loi de sauvegarde a connu son véritable « baptême du feu ». En particulier, s'est posée la question de l'application de l'article L. 626-32 du code de commerce aux créanciers obligataires d'Eurotunnel, dont les contrats d'émission, fort complexes, étaient soumis au droit anglais et comportaient un régime de prise de décision collective purement contractuelle.

11. En dépit du succès remarquable de cette procédure, la solution retenue par le tribunal, qui a été de ne pas appliquer à la consultation des obligataires le contrat d'émission mais de retenir un régime spécifique issu des règles de la procédure collective, a été vivement contestée par quelques créanciers obligataires minoritaires.

Les pouvoirs publics, alertés notamment par les incertitudes d'application (16) alors apparues et par ailleurs emportés par la volonté politique de favoriser le sauvetage des entreprises, ainsi que par le mimétisme du modèle américain (17), semblent estimer indispensable de réformer à nouveau ce texte à peine entré en vigueur (18). Cette volonté de réforme a donné lieu à l'élaboration d'un projet d'ordonnance qui entend compléter notamment le régime institué pour la consultation des obligataires.

Aux incertitudes de qualification que font naître les mécanismes complexes importés de droits étrangers ou de pratiques financières sophistiquées répond ainsi l'effort législatif d'encadrer et de préciser un mécanisme mouvant et complexe.

12. Le mécanisme institué par la loi de sauvegarde est double. La consultation des créanciers, dans le cadre de la procédure de sauvegarde ou de redressement, est en principe reprise, pour l'essentiel, de la procédure définie par la loi du 25 janvier 1985. Mais à ce mécanisme se superpose, lorsque des comités de créanciers sont créés selon les modalités définies par

l'article L. 626-29 du code de commerce, un mécanisme original déterminé par l'article L. 626-32 du code de commerce, que le projet d'ordonnance envisage de préciser.

La consultation en l'absence de comités de créanciers

13. Dans cette première situation, la loi du 26 juillet 2005 ne présente guère d'originalité par rapport au droit antérieur. La consultation des obligataires se réalise dans les conditions prévues par les articles L. 626-5 (ancien art. L. 621-60), L. 626-6 et L. 626-18 du code de commerce.

Le mandataire judiciaire doit recueillir individuellement ou collectivement l'accord des créanciers qui ont déclaré leurs créances sur les délais et remises qui leur sont proposées. Le défaut d'accord des créanciers ne fait pas échouer le plan, mais le tribunal ne peut qu'imposer des délais uniformes à l'exclusion des remises de dette.

14. Ces dispositions sont applicables aux créanciers obligataires. La loi du 26 juillet 2005 ne comporte pas plus de disposition spécifique pour ceux-ci que n'en comportait la loi du 25 janvier 1985.

Les modalités de consultation relèvent, donc, non de la loi de la procédure collective mais du droit des valeurs mobilières, qui détermine les relations entre la société émettrice et les obligataires. Or, l'emprunt obligataire s'il relève directement de la *lex societatis* pour tout ce qui concerne les conditions de son émission  (19) relève aussi d'un contrat, le contrat d'émission conclu entre l'émetteur et les souscripteurs d'obligations et qui à ce titre est susceptible de relever de la *lex contractus*.

La *lex societatis*

15. Il est admis sans difficulté que la « *lex societatis* s'impose à l'émetteur pour les conditions d'émission »  (20). L'aptitude d'une personne morale à émettre des titres ainsi que la procédure de décision conduisant à l'émission relève, donc, sans conteste de la loi de la société.

Le principe

16. S'agissant d'emprunts obligataires émis par des sociétés soumises à une procédure collective en France, la société émettrice sera, dans la grande majorité des cas, une société française, le centre des intérêts principaux qui justifie la compétence du tribunal français se confondant le plus souvent avec le siège social de la société  (21).

C'est donc au droit français des sociétés qu'il convient de se référer pour déterminer les solutions retenues par la loi de la société et plus précisément aux articles L. 228-38 et suivants du code de commerce.

17. L'article L. 228-86 du code de commerce précise qu'il appartient au représentant de la masse des obligataires de répondre à la consultation engagée par le mandataire judiciaire en application de l'article L. 626-18 du code de commerce. Le représentant de la masse émet un avis conforme à la délibération adoptée par l'assemblée générale de la masse convoquée à cet effet.

18. L'assemblée délibère dans les conditions de *quorum* visées à l'article L. 225-98, applicable à l'assemblée générale ordinaire des actionnaires des sociétés anonymes (1/5 des actions en principe sur première convocation) et, selon l'article L. 228-65-II, statue à la majorité des 2/3 des voix dont disposent les porteurs présents ou représentés.

19. L'article L. 225-68 détermine l'étendue des compétences de l'assemblée. De plus, l'article L. 225-68 précise que les assemblées ne peuvent ni augmenter les engagements des obligataires, ni établir un traitement inégal entre les obligataires d'une même masse, ni décider d'une conversion des obligations en actions  (22).

20. De ces textes, il est généralement déduit que l'assemblée ne peut pas décider à la majorité des abandons de créances obligataires  (23), cette prérogative n'étant pas expressément prévue par les dispositions légales en vigueur, tant au terme des articles L. 228-46 et suivants que des articles L. 228-83 et suivants.

Le droit issu de la loi de 2005 n'ayant pas modifié sur ce point les dispositions applicables, la solution antérieure devrait se maintenir. L'abandon de créances ne relève pas des prérogatives de l'assemblée mais de celle individuelle de chaque créancier obligataire.

Ces dispositions, toutefois, ne s'appliquent pas à toutes les émissions réalisées par des sociétés françaises.

Les limites

21. Le code de commerce, dans ses dispositions propres aux titres obligataires, prend en compte l'interférence entre loi de la société et loi du contrat.

L'article L. 228-90 du code de commerce précise, ainsi, que ne sont pas applicables aux emprunts émis à l'étranger par des sociétés françaises, les dispositions relatives à la masse, aux assemblées d'obligataires et aux pouvoirs des assemblées et du représentant des obligataires dans le cadre d'une procédure collective.

En présence d'instruments émis à l'étranger et non expressément soumis aux dispositions prévues pour les emprunts émis en France, il convient donc d'interroger la *lex contractus* pour déterminer les modalités de consultation des obligataires.

La *lex contractus*

Le domaine de la *lex contractus*

22. La notion de « marché étranger » qui définit cet élément d'extranéité n'est pas parfaitement claire.

Notamment la notion d'émission peut être entendue de manière plus ou moins large. Elle peut être restreinte au lieu de délivrance des titres ou peut être comprise comme l'ensemble du processus qui va de l'offre à la délivrance  (24). Si, pour certains, la notion de marché étranger « situe nécessairement l'émission en dehors du territoire national », il semble que cette analyse ne rende compte que partiellement des pratiques et notamment celle de l'émission sur le marché international, qui n'exclut pas la possible souscription des titres auprès d'investisseurs français dès lors que le marché de destination est essentiellement étranger  (25). La jurisprudence semble en ce sens  (26).

23. Le caractère international de l'opération justifie parfaitement la soumission du contrat d'émission à un droit étranger. Il est au demeurant fréquent que ce recours à une loi étrangère pour régir le contrat d'émission soit retenu par les émetteurs français émettant ou plaçant les titres sur des marchés étrangers ou sur le marché international. Or, ces droits étrangers, et particulièrement le droit anglais habituellement utilisé, peuvent ne pas comprendre d'organisation collective, laissant au contrat d'émission le soin de mettre en place l'organisation jugée, le cas échéant, opportune.

Dès lors que l'émission présente un caractère international parce que réalisée sur un marché étranger, la consultation des créanciers obligataires ne relève des dispositions des articles L. 225-46 et suivants que dans la mesure où le contrat d'émission s'est conventionnellement soumis à ces dispositions. A défaut et principalement en cas de choix d'un droit étranger pour régir le contrat d'émission, il convient de se référer à la loi étrangère et aux termes du contrat d'émission.

Le recours aux solutions contractuelles

24. La représentation des obligataires, dans le cas d'emprunts émis par des sociétés françaises à l'étranger ou, *a fortiori*, par des sociétés étrangères à l'étranger, relève, par l'effet de la loi elle-même, mais aussi des mécanismes des règles de conflit, exclusivement du contrat d'émission lui-même et de la loi désignée par celui-ci.

Ce mécanisme conduit à replacer, paradoxalement, les obligataires dans la situation qui était la leur, avant l'intervention du décret-loi du 30 octobre 1935. Le principe doit être la consultation de chaque obligataire, sauf stipulations du contrat d'émission prévoyant une organisation collective ou dispositions de la loi étrangère imposant une telle discipline. Il appartient aux organes de la procédure et notamment au mandataire judiciaire de respecter le régime conventionnel ou légal relevant du droit étranger, sous réserve naturellement du jeu de l'ordre public ☒(27).

25. Alors qu'en l'absence de comités de créanciers, la consultation des obligataires relève de la loi de la société et de la loi du contrat d'émission, sans que la procédure collective n'impose de règle d'ordre public spécifique, il en va tout autrement en présence de comités de créanciers.

La consultation en présence de comités de créanciers

26. Même détenues par des banques, les créances obligataires ne relèvent pas des comités de créanciers ☒(28). Selon les dispositions de l'article L. 626-32 du code de commerce, lorsqu'il existe des obligataires, l'assemblée générale des obligataires délibère sur le projet de plan transmis aux comités de créanciers.

Cette disposition, qui résulte d'un amendement parlementaire introduit à l'initiative de M. Xavier de Roux, prévoit, en cas de présence de comités de créanciers, une consultation spécifique qui, s'il faut en croire les propos de son auteur, a été instituée pour créer une sorte de « comité d'obligataires » distinct des deux comités de créanciers stricto sensu mais qui s'ajoute à eux.

27. La procédure instituée par l'article L. 626-32 ne relève pas des dispositions des articles L. 228-83 et suivants.

Selon l'article L. 626-32 issues de la loi du 26 juillet 2005 :

« L'administrateur judiciaire convoque les représentants de la masse, s'il y en a une, dans un délai de quinze jours, à compter de la transmission aux comités du projet de plan, afin de leur exposer. Les représentants de la masse convoquent ensuite une assemblée générale des obligataires dans un délai de quinze jours, afin de délibérer sur ce projet. Toutefois en cas de carence ou d'absence de représentants de la masse dûment constatée par le juge commissaire, l'administrateur convoque l'assemblée générale des obligataires. La délibération peut porter sur un abandon total ou partiel des créances obligataires ».

Cette disposition spéciale, née de la volonté affichée du législateur de créer une sorte de « comité des obligataires », présente, tant dans sa structure que dans son contenu, deux traits originaux, dont l'existence est confirmée par le projet d'ordonnance.

28. Il s'agit d'une règle d'ordre public. Cette disposition est incomplète.

Une règle d'ordre public

Le droit positif actuel

La loi

29. L'article L. 626-32, en dépit de dispositions proches, n'est pas la reprise pure et simple des articles L. 225-18 et suivants du code de commerce. Ainsi, pour la convocation de l'assemblée, aucun *quorum* n'est exigé et un délai uniforme de convocation est fixé (15 jours) qui est distinct du délai de droit commun de convocation des masses obligataires. En effet,

dans ce dernier cas, applicable à la consultation réalisée dans l'hypothèse prévue par l'article L. 626-18, l'article L. 228-59 du code de commerce renvoie aux règles de convocation des assemblées d'actionnaires fixées par les articles L. 225-104 du code de commerce et 126 du décret du 23 mars 1967. Ces délais sont « entre la date [...] de l'envoi des lettres [...] et la date de l'assemblée, au moins de 15 jours sur première convocation et de 6 jours sur convocation suivante. » Ces délais sont des *délais minima*.

30. A l'opposé, l'article L. 626-32 (al. 1^{er}) qui organise la consultation dans la situation où il existe des comités de créanciers prévoit *une seule* convocation « dans un délai de 15 jours » à compter de la transmission par l'administrateur du projet de plan. Il s'agit donc d'un *délai maximum* et non d'un délai minimum, comme dans l'hypothèse précédente.

En outre, l'assemblée des obligataires se voit expressément investie du pouvoir de décider d'un abandon de créances, ce qui n'est pas le cas dans la procédure de droit commun.

Enfin, le mécanisme mis en place par l'article L. 626-32 s'applique à toutes les procédures collectives de sauvegarde ou de redressement judiciaire ouvertes en France, sans distinguer selon que l'emprunt ait été émis par une société française ou étrangère ou ait été émis en France ou à l'étranger. La consultation des assemblées d'obligataires doit donc être réalisée dans toutes les procédures collectives ouvertes en France dès lors qu'il existe des titres obligataires, quel que soit le droit applicable à l'émission obligataire et même s'il n'existe pas de « masse ». Cette hypothèse est d'ailleurs expressément prévue par le texte.

31. Ainsi, si l'article L. 626-32 semble faire référence, en première analyse, au droit commun défini par les articles L. 228-86 et suivants et peut ainsi sembler constituer un simple texte de coordination (29), cette thèse ne résiste pas à l'examen.

D'une part, la volonté exprimée par l'auteur de l'amendement devenu l'article L. 626-32 a été de mettre en place un organe délibérant parallèlement au comité des créanciers, qu'il y ait ou non masse des obligataires.

D'autre part, le régime institué par l'article L. 626-32 se distingue de celui du droit commun, par des règles spécifiques tant pour ce qui concerne les délais que les pouvoirs de cette « assemblée » (30). L'article L. 626-32 n'est pas un simple rappel du droit commun de la consultation des obligataires prévue par le droit des sociétés français (délais et compétence, notamment). Il s'agit donc bien d'une disposition propre aux procédures collectives, qui doit recevoir application, quelle que soit la loi de l'émetteur (*lex societatis*) ou la loi du contrat (*lex contractus*).

32. Cette procédure relève exclusivement de la loi de la procédure collective. Elle s'impose, quel que soit le droit applicable, à l'émission des obligations et aux relations contractuelles entre les obligataires et la société.

Il est donc difficilement contestable que les dispositions de l'article L. 626-32 régissant ce pseudo-comité des obligataires sont d'ordre public, comme le sont les dispositions de la loi de la procédure collective.

La décision *Eurotunnel*

33. Cette solution a été retenue par le Tribunal de commerce de Paris, dans l'affaire *Eurotunnel* (31). Le tribunal, en effet, a, implicitement, approuvé les administrateurs qui ont écarté l'application des stipulations convenues au terme des contrats d'émission et qui ont fait application des règles propres à la procédure collectives déduites de l'article L. 626-32 du code de commerce.

Le droit européen

34. Ce caractère d'ordre public, entraîne des conséquences particulièrement importantes pour les procédures d'insolvabilité européennes soumises au règlement insolvabilité. En effet selon

ce texte et les solutions jurisprudentielles retenues tant par la Cour de justice (32) que par la Cour de cassation (33) les procédures d'insolvabilité ouvertes dans un Etat membre sont reconnues de plein droit dans l'ensemble des autres Etats et la contestation des décisions prises par le tribunal en charge de la procédure principale ne peut être opérée qu'en exerçant les voies de recours admises contre ces décisions dans l'Etat du siège de ce tribunal (34).

Si le règlement insolvabilité réserve l'hypothèse d'une atteinte grave à l'ordre public, la Cour de justice a donné de cette notion une interprétation très stricte (35). Il ne semble pas que la création d'une organisation collective de créanciers, écartant l'application, pour la seule détermination des solutions de la procédure collective, des stipulations contractuelles puisse être considérée comme une méconnaissance de principes d'ordre public au sens du règlement.

35. L'extension à la consultation des obligataires du périmètre de la procédure collective par le texte de l'article L. 626-32 conduit à faire échec à la loi du contrat et aux stipulations du contrat d'émission pour tout ce qui concerne l'organisation collective des relations entre obligataires vis-à-vis de leur débiteur.

Le projet d'ordonnance que le gouvernement a préparé confirme et conforte, dans son article 29, cette analyse de l'article L. 626-32.

Le projet de réforme

36. Le deuxième alinéa de l'article L. 626-32 serait remplacé par les dispositions suivantes :

« Une assemblée générale constituée de l'ensemble des créanciers titulaires d'obligations émises en France ou à l'étranger est convoquée, dans les conditions définies par décret en Conseil d'Etat, dans un délai de quinze jours, afin de délibérer sur ce projet. La décision est prise à la majorité des deux tiers du montant des créances obligataires détenues par les porteurs présents ou représentés, nonobstant toute clause contraire et indépendamment de la loi applicable au contrat d'émission ».

L'alinéa 2 nouveau, envisagé par le projet d'ordonnance, affirme le régime spécifique de convocation et de vote et détache expressément cette disposition de la loi applicable à l'émission.

37. Le caractère d'ordre public de la loi de la procédure collective est posé de manière certaine par le projet d'article L. 626-32 nouveau qui écarte « toute clause contraire ». L'assemblée des obligataires est ainsi instituée comme un véritable troisième comité qui regroupe tous les obligataires quel qu'ait pu être le nombre d'émissions et quels que soient les caractères spécifiques de ces émissions.

Ce projet de texte, au vu des développements précédents, ne peut être considéré comme une remise en cause des principes institués par les dispositions actuelles et notamment du caractère d'ordre public de l'article L. 626-32 du code de commerce, dans sa rédaction actuelle. Le projet de texte, nourri des enseignements de l'affaire *Eurotunnel*, se présente, dans cette perspective, pour l'essentiel, comme un prolongement des mécanismes institués en 2005 et comme leur explicitation. Loin de les remettre en cause, le projet d'ordonnance, le plus souvent, les conforte.

38. Le régime de consultation des obligataires, en présence de comités de créanciers est bien un régime spécifique qui est propre au droit de la procédure collective et qui ne relève pas du contrat d'émission ou de la loi applicable au contrat d'émission. La solution, jusqu'alors implicite, se veut dans le projet d'ordonnance, être affirmé expressément.

Les précisions apportées par ce projet d'ordonnance, si elles éclairent et parfois complètent le régime de la convocation des obligataires, ne suppriment pas toutes les incertitudes. Avant comme après le projet d'ordonnance, ce régime demeure incomplet.

Un régime incomplet

39. Le régime édicté par l'article L. 626-32 ne décrit qu'imparfaitement la procédure à appliquer de même qu'il ne détermine que de manière lacunaire, la portée des décisions votées.

Procédure de consultation

40. La procédure est incomplète tant dans la détermination des règles de convocation que dans celle des modalités de vote.

Convocation de l'assemblée

41. L'article L. 626-32 donne des indications sur les règles de convocation. Mais leur interprétation suscite des hésitations. Ce texte prévoit en effet que, lorsqu'il existe une masse dotée de représentants, ceux-ci doivent être consultés par l'administrateur dans un délai de 15 jours à compter de la transmission aux comités du projet de plan. Les représentants de la masse doivent à leur tour convoquer une assemblée des obligataires dans un délai de 15 jours.

Si, pour les obligations émises en France, la question de l'existence d'une masse ne fait pas de difficulté, il en va autrement pour les emprunts émis à l'étranger, lorsque le contrat d'émission ou le droit applicable à ces emprunts prévoit une organisation collective contractuelle ou légale. Ainsi se pose à titre préalable la question de la détermination de la notion de masse.

La notion de masse

42. La masse des obligataires, instituée par le décret loi du 30 octobre 1935 a consacré au plan législatif « la communauté d'intérêts existant entre obligataires d'une même émission » (36) en instituant, entre eux, de plein droit, une personne morale chargée de définir en commun tout ce qui concerne la défense des intérêts collectifs des obligataires vis-à-vis de la société.

Mais si l'institution de la masse a consacré les pratiques consistant à créer entre obligataires liés par une même émission des sociétés civiles d'obligataires, la masse ne peut se confondre avec ces sociétés qui ont subsisté, au demeurant, après l'entrée en vigueur du décret-loi de 1935. La masse est donc une personne morale *sui generis* créée par l'effet de la loi.

Au vu de cette analyse, il semble difficile de retenir la conception extensive qui conduirait à admettre que devrait être qualifiée de masse, par la loi française (loi du for à retenir pour la qualification), toute organisation collective dotée, par la loi du contrat ou par le contrat d'émission, de la personnalité juridique se caractérisant donc par l'existence d'un patrimoine autonome, d'une nationalité, d'un domicile, d'une possibilité de représentation et d'expression collective par le biais d'organes spécifiques, etc.

43. La masse est une notion spécifique au droit français, assortie d'un régime et d'organes spécifiques. Une organisation collective différente de celle retenue par le droit français interne pour la masse ne peut donc être qualifiée de masse (37). Elle recouvre exclusivement l'organisation collective des obligataires d'une même émission regroupée selon les règles du code de commerce.

Dès lors, il ne peut y avoir de masse que pour les emprunts émis par des sociétés françaises en France ou, s'agissant des emprunts émis à l'étranger, que pour ceux pour lesquels le contrat d'émission se soumet conventionnellement au régime institué par la loi française interne.

En présence d'une ou plusieurs masses

44. L'article L. 626-32, qui n'est pas une simple reprise des dispositions des articles L. 228-38

et suivants dans son alinéa 1^{er}, prévoit la convocation par l'administrateur du représentant de la masse qui doit lui-même convoquer l'assemblée, aux termes de l'alinéa 2 du même article (38). Ainsi, le texte utilise le terme de masse au singulier, alors qu'il peut exister au sein de la société, par application de l'article L. 228-46, plusieurs masses, notamment si la société a procédé à plusieurs émissions.

45. En l'état actuel du texte, l'emploi du singulier ne semble pas un élément suffisant pour décider qu'en présence de plusieurs masses une seule assemblée puisse être convoquée. Ce singulier peut, sans doute, être considéré comme générique. Dès lors, l'article L. 626-32 ne peut être interprété comme dérogeant à l'article L. 228-61, alinéa 1^{er}, selon lequel « S'il existe plusieurs masses d'obligataires, elles ne peuvent en aucun cas délibérer au sein d'une assemblée commune ».

La logique du texte implique qu'en présence de plusieurs masses les représentants de chacune des masses convoquent leurs assemblées et les fassent délibérer.

46. Cette solution est, en revanche, remise en cause par le projet d'ordonnance. En effet, l'alinéa 2 de l'article 626-32, dans ledit projet, dispose qu'« Une assemblée générale constituée de l'ensemble des créanciers titulaires d'obligations émises en France ou à l'étranger est convoquée, dans les conditions définies par décret en Conseil d'Etat [...] ». Cette nouvelle rédaction, en effet, n'indique plus quel est l'organe de la masse mais prévoit expressément que l'assemblée générale, toujours mentionnée au singulier, est « constituée de l'ensemble des obligataires » (39). Ces modifications, en ce qu'elles écartent toute référence à la constitution de masses, obligent à considérer que, quels que soient le nombre de masses et donc le nombre d'émissions, une assemblée unique regroupera la totalité des créanciers obligataires (40). Cette assemblée n'est plus une assemblée de la masse mais est l'expression d'un troisième comité, celui des obligataires (41).

47. Le projet ne résout pas pour autant toutes les incertitudes. En particulier, il n'est plus précisé quel sera l'auteur ou les auteurs de la convocation, représentants des masses ou administrateur judiciaire. Ce silence peut s'expliquer, seulement, par le fait (42) que cette nouvelle rédaction englobe les hypothèses où il n'existe pas de masse et où l'assemblée est convoquée par l'administrateur (43).

Mais le texte incite à se demander s'il en sera toujours ainsi et si, en présence de masses, la convocation ne devrait pas continuer à être assurée par le ou les représentants de la (des) masse(s) qui, aux termes de l'alinéa 1^{er} inchangé, sont toujours convoqués par l'administrateur. Il est, en effet, possible de s'interroger sur l'intérêt de cette convocation, si cette convocation n'a pour objet que de leur notifier leur effacement et si, à la suite de celle-ci, ils ne procèdent plus à la convocation de l'assemblée et voient leur rôle effacé.

En revanche, il pourrait sembler cohérent d'aligner la situation des obligataires soumis aux règles du droit français instituant des masses et celle des obligataires qui ne connaissent pas, notamment parce que les contrats d'émission sont soumis à des droits étrangers le régime de la masse et, ainsi, d'unifier complètement le régime de convocation de cette assemblée, qu'il y ait ou non des masses d'obligataires. Cette solution permettrait aussi de tirer les conséquences logiques de la transformation de l'assemblée des obligataires en véritable organe de la procédure collective.

En l'absence de masse

48. Lorsque l'administrateur *constate qu'il n'existe pas de « représentant de la masse » au sens du droit français*, notamment parce que la procédure est soumise à un droit étranger, il doit faire constater cette carence par le juge-commissaire et convoquer lui-même l'assemblée des obligataires.

Mais, là encore, le texte est incomplet, y compris dans le cadre de la réforme envisagée.

La lettre du texte

49. L'alinéa 3 de l'article L. 626-32 (dans sa rédaction actuelle) n'envisage, dans cette hypothèse où il n'existe pas de masse, qu'une seule assemblée (« l'assemblée des obligataires ») et non plusieurs, quel que soit le nombre de contrats d'émission. Le texte, en effet, utilise le singulier et ne prévoit aucun renvoi aux contrats d'émission.

Ainsi, une distinction est opérée selon que les créanciers sont ou non réunis en « masses », telles que définies ci-dessus. La première hypothèse implique la convocation des différentes masses, s'il en existe plusieurs, au sein de la société émettrice. Dans la seconde hypothèse, en l'absence de « masse », les obligataires  (44) ne disposent pas nécessairement d'une organisation leur permettant de statuer sur les questions relevant de la procédure instituée par l'article L. 626-32.

Dans cette dernière hypothèse, il ne saurait y avoir convocation de « masses » qui n'existent pas, mais il y aurait simplement lieu de mettre en place la réunion de tous les obligataires au sein d'une assemblée afin d'assurer, selon un mécanisme simplifié, la consultation de l'ensemble des obligataires selon un processus majoritaire, imposé par la loi de la procédure collective et rendant possible l'adoption du plan de redressement. Cette solution, dictée par la lettre du texte, en assure aussi la cohérence.

La cohérence du texte

50. Au-delà même de l'argument littéral, l'on ne saurait, sans difficulté, exiger de l'administrateur qu'il convoque plusieurs assemblées générales alors même que le régime de la consultation institué par l'article L. 626-32 ne relève pas de la loi du contrat et que, du point de vue pratique, il peut y avoir des émissions à l'étranger ne comportant aucune organisation collective légale ou contractuelle.

51. Il est, certes, possible d'objecter que, selon l'analyse proposée, dans le cas d'emprunts émis à l'étranger, les créanciers obligataires se trouveraient réunis en une assemblée unique, en vue de délibérer avec des obligataires dont les titres résultent d'émissions différentes et ayant de ce fait des droits différents. Une majorité unique, composée d'une émission « majoritaire », pourrait imposer l'abandon de créances aux titulaires d'obligations provenant d'émissions « minoritaires »  (45).

52. Mais une telle observation ne peut être dirimante, dans un système où le législateur, qui a manifestement souhaité traiter de manière privilégiée les créanciers membres des comités par rapport aux obligataires, en les associant à l'élaboration du plan, impose justement à ces créanciers membres des comités, l'adoption d'une loi majoritaire qui liera des minoritaires qui peuvent avoir conclu des conventions profondément différentes de celles des majoritaires. Le rapprochement, voulu par le législateur, qui se manifesterait ainsi entre les comités de créanciers et les assemblées d'obligataires, militerait plutôt pour la validation de l'analyse ici proposée.

53. Cette solution a été retenue par le Tribunal de commerce de Paris dans l'affaire *Eurotunnel*. Après que le juge-commissaire ait constaté l'absence de masse, les administrateurs n'ont convoqué qu'une assemblée  (46) comprenant l'ensemble des obligataires et ce, bien que ceux-ci aient relevé d'émissions différentes, leur conférant des droits distincts et bien qu'il ait existé, aux termes des contrats, une organisation collective contractuelle, sous la présidence d'un *trustee*. Le tribunal dans son jugement du 15 janvier 2007 a validé le plan approuvé dans ces conditions par l'assemblée générale des obligataires  (47).

54. Le projet d'ordonnance, de son côté, conforte pleinement cette analyse puisqu'il exclut une pluralité d'assemblées et prévoit expressément le regroupement de tous les obligataires, appartiendraient-ils à des catégories différentes, dans une seule assemblée.

Ce regroupement ne fait que rendre plus déterminantes les règles régissant le vote des obligataires.

Le vote de l'assemblée

55. L'article L. 626-32, dans sa rédaction actuelle, règle avec une certaine imprécision la question du délai de convocation et de manière implicite celle du *quorum* (en excluant tout *quorum*, l'assemblée ne comportant qu'une seule réunion). Le texte, en revanche, ne comporte aucune indication sur le droit de vote applicable au sein de « l'assemblée » convoquée par l'administrateur.

Cette lacune oblige l'interprète à le compléter pour le rendre applicable. Trois solutions sont envisageables. En premier lieu, il est envisageable de renvoyer au droit applicable au contrat d'émission pour tout ce qui ne concerne pas les dispositions réglées par la loi de la procédure collective. En second lieu, il semble possible de considérer que l'inspiration de l'article L. 626-32 tirée du droit commun interne des obligations commande de compléter les dispositions de la loi par les textes du droit français des sociétés. En dernier lieu, enfin et en attendant de la réforme, il est envisageable de rechercher une solution prétorienne fondée sur la logique et la cohérence du texte incomplet.

Sur l'application possible de la loi du contrat

56. Le recours au contrat ou à la loi du contrat, en cas de silence de ce dernier, pour déterminer le régime du vote est *a priori* la solution la plus simple et la plus respectueuse du droit étranger. Toutefois, la mise en oeuvre d'une telle solution présente des inconvénients importants, même si cette solution a l'avantage apparent de se rapprocher de la volonté des parties et donc de limiter les risques de contestation.

57. En premier lieu, il n'est pas évident que le contrat organise un régime collectif de consultation des obligataires. De même, la loi applicable au contrat peut être silencieuse sur cette question.

58. En second lieu, cet avantage apparent n'existe que si le contrat prévoit des stipulations très proches de celles du droit français et s'il attribue aux assemblées d'obligataires des pouvoirs correspondant à celui de la masse des obligataires dans la procédure collective. Mais cette solution est impraticable si le contrat ou le droit applicable ne prévoit pas d'assemblées d'obligataires ou ne prévoit que des assemblées ayant des prérogatives limitées.

L'application combinée de la loi française et des stipulations contractuelles à des situations non visées par le contrat et donc non convenues, peut conduire à une véritable dénaturation de celui-ci par le juge du contrat. Même en cas de stipulations contractuelles ou de dispositions législatives contenues dans le contrat ou dans la loi du contrat, celles-ci seront appliquées selon des modalités et dans des conditions différentes de celles prévues par le contrat ou la loi jugée applicable.

L'assemblée statuerait sur des abandons de créances à la majorité prévues par le contrat alors même que celui-ci peut exclure possibilité pour les obligataires statuant à la majorité de décider de l'abandon total ou partiel de la créance obligataire. De la même manière, les stipulations du contrat ou les dispositions de la loi du contrat relatives au *quorum* et à la convocation éventuelle d'une seconde assemblée ne trouveraient pas à s'appliquer. Retenir, dans ces conditions, la majorité éventuellement convenue selon le droit étranger applicable risque de le dénaturer gravement, sous prétexte de le respecter.

59. Il est enfin assez peu cohérent de considérer que la loi de la procédure collective, loi d'ordre public qui veut imposer une solution favorisant l'adoption d'un plan, verrait cette adoption varier en fonction de placement des emprunts et du droit contractuel applicable à ces emprunts. L'efficacité ou la portée pratique du dispositif législatif ne peut dépendre du contrat d'émission.

Il importe donc de tirer toutes les conséquences du régime spécifique de consultation des obligataires édicté et imposé par l'article L. 626-32. Les règles applicables aux délibérations

de l'assemblée des obligataires relevant d'un droit étranger, dans le cadre de la procédure d'adoption d'un plan élaboré avec des comités de créanciers, relèvent d'un régime propre qui ne peut être celui du contrat.

Sur l'application du droit interne des valeurs mobilières

60. Il est encore possible de considérer, comme semblent l'avoir fait les auteurs de l'amendement ayant conduit en 2005, à l'adoption de l'article L. 626-32, que la loi renvoie de manière implicite aux dispositions des articles L. 228-46 et suivants et notamment à celles de l'article L. 228-65 relatives à la réunion des assemblées d'obligataires.

Cette solution est concevable lorsque le droit français est applicable, l'émetteur étant français et ayant émis l'emprunt en France. Il convient de noter toutefois que cette solution suscite, même dans cette hypothèse, une difficulté dans la mesure où l'article L. 626-32 conduit à faire statuer sur des questions (abandons de créances) qui ne relèvent pas de la compétence de droit commun des assemblées d'obligataires en droit français (art. L. 228-65). Il faut noter, en outre, qu'il est impossible d'appliquer entièrement les dispositions relatives à la convocation des assemblées d'actionnaires. L'article L. 626-32, qui institue un délai propre, exclut l'application de ceux prévus pour les assemblées d'actionnaires.

61. Surtout, cette solution peut difficilement être retenue en cas d'émission à l'étranger dans la mesure où, aux termes de l'article L. 228-90, la loi française se déclare elle-même incompétente pour régir cette situation. *A fortiori*, est-il difficile d'invoquer ce recours au droit français des emprunts obligataires lorsque l'émission réalisée à l'étranger émane d'une société étrangère. En particulier, rien n'autorise vraiment à appliquer les règles de la masse à des obligataires qui, aux termes du contrat d'émission, ne connaissent pas de masse et qui doivent être réunies du fait de la loi de la procédure collective en une « assemblée » qui obéit à un régime propre institué par la loi de la procédure collective et qui s'impose à ce seul titre.

Ainsi, sauf à appliquer, de manière artificielle, le droit interne français dans une hypothèse où il dénie sa compétence, il est indispensable de combler la lacune de la loi par une solution prétorienne.

Sur la recherche d'une solution prétorienne

62. La disposition de l'article L. 626-32, qui ne comporte aucun mécanisme de renvoi, institue un régime propre qui, se trouvant, en l'état, lacunaire, oblige le juge à combler cette lacune par une solution prétorienne. Pour ce faire le juge doit prendre en compte la volonté affichée du législateur de favoriser l'adoption du plan par la mise en place d'un mécanisme majoritaire.

Le souci de l'intérêt général exclut, en effet, évidemment la règle de l'unanimité ¶(48). La nécessité de prendre en compte la volonté affichée du législateur de favoriser l'adoption du plan par la mise en place d'un mécanisme majoritaire conduit à retenir le principe de la majorité qui permet d'exprimer le mieux l'intérêt général. C'est aussi le seul qui permet la prise de décisions efficaces lors d'un débat collectif et contradictoire ¶(49). Mais, encore convient-il de s'interroger sur la majorité la plus appropriée.

Le recours à la majorité simple

63. Il pourrait être soutenu qu'en l'absence de disposition prévoyant une majorité spéciale ou qualifiée, il y aurait lieu de décider que l'assemblée statue sur le fondement de la majorité simple (absolue) du montant des créances obligataires ¶(50). Cette solution a été affirmée, au cours des travaux préparatoires, par X. de Roux, dans son rapport à l'Assemblée nationale, à l'occasion du débat sur l'amendement qu'il a présenté et qui est devenu l'article L. 626-32. Une partie de la doctrine retient cette solution ¶(51) sans chercher d'ailleurs à la justifier.

Cette solution s'éloigne toutefois des solutions généralement admises lorsqu'il s'agit de modifier les règles essentielles régissant une collectivité. Elle présente en outre l'inconvénient de ne se rattacher à aucun texte précis.

L'emprunt au droit interne (majorité qualifiée)

64. Il peut, dans ces conditions, être tentant de considérer qu'à défaut de disposition spécifique il convient de se référer au droit interne dont la règle de police s'inspire. Deux séries de solutions pourraient ainsi être retenues.

65. - La première, est celle qui a été retenue dans l'affaire *Eurotunnel*. Elle a consisté à emprunter au droit de la procédure collective, en s'inspirant des comités des créanciers et en empruntant à ces comités, leurs règles de majorité : majorité en nombre des obligataires et majorité des 2/3 du montant nominal des obligations. Ce choix, outre le raisonnement par analogie, peut être justifié par un argument historique, celui tiré de la règle applicable aux assemblées concordataires. Il va dans le sens d'une assimilation de l'assemblée des obligataires au comité des créanciers, qui a inspiré le législateur, même si clairement l'auteur de l'amendement voté par le Parlement n'envisageait pas l'application de cette règle de majorité.

Dans l'affaire *Eurotunnel*, cette solution présentait, en outre, au plan pratique, un intérêt certain. En imposant, de toutes les majorités envisagées, la plus stricte (à l'exception de celle qui serait résultée de l'application des contrats qui prévoyaient que les décisions devaient être prises à une majorité des 3/4 du montant des créances) pour approuver le plan, les organes de la procédure ont limité la portée du risque contentieux de remise en cause du plan, au cas où les juridictions saisies estimeraient devoir adopter une autre règle de majorité.

66. Cette solution pouvait susciter toutefois certaines réserves et difficultés.

En premier lieu, la nécessité de réunir la majorité des personnes détenant des obligations quel que soit le nombre d'obligations détenues, peut être considérée comme assez mal adaptée à des valeurs mobilières où la personne des porteurs de titres est *a priori* non déterminante et souvent inconnue de la société et peut favoriser des manoeuvres par la cession artificielle avant le vote, afin de multiplier le nombre de votants.

En second lieu, cette double majorité impose des contraintes rendant très difficile le vote des obligataires. En particulier, ces majorités étant calculées sur le nombre total d'obligataires et sur le nominal de l'emprunt, elles conduisent à traiter l'abstention comme un vote hostile au plan. Or, pour diverses raisons, les obligataires peuvent soit ignorer la convocation, soit y être indifférents en raison de la faiblesse de leurs intérêts, soit pour des raisons diverses être empêchés de voter 🗳️(52).

67. - La seconde solution s'inspire du droit des valeurs mobilières et retient l'idée selon laquelle, en matière de décisions modifiant les droits des membres d'une collectivité, la majorité qualifiée est préférée à la majorité simple. Il conviendrait alors de retenir la majorité adoptée pour les assemblées d'obligataires (ou d'actionnaires), à savoir la majorité des 2/3 des obligations présentes ou représentées.

68. Ces dernières considérations ont apparemment été retenues par les rédacteurs du projet d'ordonnance qui ont choisi de s'en tenir à des solutions plus proches de celles traditionnellement appliquées en droit des sociétés que de celles applicables aux comités de créanciers.

L'article 29 du projet d'ordonnance prévoit, ainsi, de modifier, ainsi, le deuxième alinéa de l'article L. 626-32 du code de commerce.

Le deuxième alinéa serait remplacé par les dispositions suivantes déjà citées:

« Une assemblée générale constituée de l'ensemble des créanciers titulaires d'obligations émises en France ou à l'étranger est convoquée, dans les conditions définies par décret en Conseil d'Etat, dans un délai de quinze jours, afin de délibérer sur ce projet. La décision est prise à la majorité des deux tiers du montant des créances obligataires détenues par les

porteurs présents ou représentés, nonobstant toute clause contraire et indépendamment de la loi applicable au contrat d'émission. ».

L'alinéa 2 nouveau, envisagé par le projet d'ordonnance, reprend la solution prétorienne retenue dans l'affaire *Eurotunnel*, à l'exception des règles de majorité appliquées dans l'affaire *Eurotunnel* et qui pouvaient sembler mal adaptées à l'assemblée des obligataires, eu égard à la nature particulière des créances en cause.

69. Le projet d'ordonnance fixe, pour sa part, la majorité aux deux tiers des obligations présentes ou représentées, solution qui tend à devenir le droit commun dans les sociétés anonymes en cas de modifications substantielles par la collectivité des droits des actionnaires ou des obligataires.

Il est à noter en conséquence que les majorités requises pour faire statuer les obligataires sont beaucoup plus faibles que celles requises pour les comités des créanciers, puisque le projet d'ordonnance ne requiert que la majorité (des 2/3) des présents et représentés, sans qu'aucun *quorum* ne soit exigé. L'éloignement des obligataires, leur éventuelle dispersion ou leur méconnaissance de la procédure, notamment dans l'hypothèse d'emprunts émis à l'étranger, seront donc de nature à faciliter la prise de décision de l'assemblée avec des majorités représentant une très faible part du montant nominal des obligations.

70. Or, cette solution est d'autant plus importante que dans le régime proposé par le projet d'ordonnance tous les porteurs d'obligations même issues d'émissions distinctes, se trouvent réunis dans la même assemblée et que leur délibération est de nature à affecter profondément les droits individuels des obligataires.

La portée des décisions

71. Alors que dans le droit commun de la procédure, sans comité d'obligataires, les créanciers obligataires, comme les autres créanciers, sont consultés au titre de l'article L. 626-5, exclusivement sur les délais et remises envisagés par le plan et que les abandons de créance ne peuvent être décidés par les assemblées des masses qu'à l'unanimité, le régime de l'article L. 626-32, en présence de comités de créanciers, est profondément différent.

D'une part, les obligataires « délibèrent » sur le projet de plan. D'autre part, l'alinéa 3 de l'article L. 626-32 précise que l'assemblée peut décider des abandons de créance.

Ainsi, la consultation des obligataires a un double objet : porter un jugement collectif sur le plan et statuer sur les mesures de traitement du passif les concernant.

L'appréciation collective du plan

72. Sur le premier de ces aspects, le texte ne précise aucune des conséquences d'un vote défavorable de l'assemblée des obligataires. A la différence de ce qui est prévu pour les comités de créanciers le texte ne prévoit pas, en cas de refus d'approuver le plan, la reprise de la consultation selon les modalités de droit commun, ce qui conduit à écarter cette possibilité. Et en l'absence de disposition, il semble impossible de considérer que le refus d'approbation par l'assemblée des obligataires, interdit son approbation.

Dans le silence du texte, l'opposition de l'assemblée des obligataires au plan n'a d'effet qu'indicatif mais n'empêche pas, en soi, l'adoption du plan par le tribunal, dès lors au moins que le plan n'entend pas imposer des abandons de créance aux obligataires.

Le traitement du passif obligataire

73. Le traitement du passif obligataire, à la différence de l'appréciation globale du plan, implique l'accord des créanciers ; mais des hésitations existent sur la nature des mesures qui peuvent être proposées aux obligataires.

La nécessaire acceptation des abandons de créances

74. Si le projet de plan implique des délais et des abandons de créances, il semble que, sur ce second aspect, même si les pouvoirs de l'assemblée sont plus étendus dans le cadre de l'article L. 626-32, l'objet même de la délibération est identique dans l'hypothèse visée par l'article L. 626-32 et dans celle régie par l'article L. 626-5. L'approbation de l'assemblée est une condition de réalisation par le plan, des abandons de créance.

Dans les deux cas, l'assemblée statue sur les sacrifices demandés aux obligataires. Il faut logiquement en déduire que le rejet des modifications des droits des obligataires prévues par le plan, produit exactement les mêmes effets. Il autorise le tribunal à imposer des délais uniformes mais ne l'autorise pas à imposer des abandons de créances rejetés par les obligataires.

L'étendue des mesures soumises à l'assemblée

75. L'étendue des mesures susceptibles d'être adoptées implique en l'état du droit positif une interprétation du texte que le projet d'ordonnance a voulu expliciter.

En l'état du droit positif

76. En revanche, les mesures soumises à l'assemblée des obligataires sont très variées et sont vraisemblablement les mêmes que celles admises pour les comités de créanciers.

Dès lors qu'il est prévu que l'assemblée des obligataires délibère sur l'abandon total de leurs créances, il doit être possible d'adopter toutes les mesures qui permettent un règlement simplement partiel des créances. Les modalités techniques de l'abandon des créances peuvent logiquement consister, en des dations ou même des cessions de leurs créances  (53). Ce sont ces modalités que le projet d'ordonnance cherche à expliciter en les énumérant.

Dans le projet d'ordonnance

77. Ces solutions, malgré deux ajouts, ne semblent pas devoir être fondamentalement modifiées par le projet de réforme de l'alinéa 3 de l'article L. 626-32.

Le troisième alinéa serait remplacé par les dispositions suivantes :

« La délibération peut notamment porter sur un abandon total ou partiel des créances obligataires, des délais de paiement [*et des conversions des créances obligataires en capital ou en tout instrument financier*]. Le projet de plan peut établir un traitement différencié entre les créanciers obligataires ».

Reprenant la disposition de l'article L. 626-32, selon laquelle l'assemblée des obligataires peut décider de l'abandon de créances, le projet d'ordonnance ajoute deux dispositions, que l'on retrouve au demeurant dans le projet de modification de l'article L. 626-30 alinéa 3 à propos des comités de créanciers, par la création d'un nouvel article L. 626-30-2 du code de commerce. La première porte sur la possibilité de procéder à des conversions des créances obligataires en capital ou en tous autres instruments financiers  (54), la seconde vise la possibilité de procéder à des solutions différenciées.

La conversion des créances

78. La première de ces dispositions vise sans doute à sécuriser les options offertes aux auteurs des plans de sauvegarde et de redressement dans le choix des solutions financières à leur disposition. En permettant aux comités et aux assemblées d'obligataires d'approuver à la majorité qualifiée et non à l'unanimité ces montages destinés à réduire la dette - conversion des créances en capital ou en titres donnant accès au capital notamment - le projet facilite l'adoption des solutions imaginées pour réduire la dette en reportant dans le temps l'espoir d'une rémunération qui trouvera son origine dans la valorisation future de l'entreprise.

79. En réalité, ces solutions sont déjà implicitement contenues dans le texte en vigueur et avaient été largement annoncées lors des travaux parlementaires. Le rapport fait au Sénat au nom de la commission des lois par le sénateur Hyst formulait clairement cette hypothèse (55) en indiquant « le projet de plan présenté aux comités de créanciers pourra ne pas se borner à prévoir de simples délais de paiement ou des remises de dettes ».

Ce rapport donnait à cette occasion comme exemples de mesures envisageables « de nouveaux crédits, avances ou apports ainsi que des conversions de créances » en insistant sur le caractère purement illustratif de ces exemples. D'ailleurs, le projet de loi initial envisageait que le plan puisse expressément comporter non seulement des remises et des délais mais aussi « de nouveaux crédits, avances de fournisseurs ou de trésorerie, ou apports en capitaux [...] ».

80. Le Sénat avait souhaité l'abandon d'une telle liste, craignant une interprétation *a contrario* préjudiciable dans la procédure ordinaire de consultation des créanciers, mais nul ne doutait (56) que cette suppression n'avait pas eu pour objet de limiter le libre choix des solutions envisageables. Il n'est pas certain que les motifs qui avaient déterminé le Sénat aient disparu et la volonté législative de revenir, à travers une ordonnance à son projet modifié par les assemblées parlementaires n'est ni très respectueux du législateur, ni sans doute très heureux puisqu'il risque effectivement d'être perçu comme imposant un caractère limitatif aux opérations possibles.

81. On peut, ainsi, se demander si les solutions retenues dans *Eurotunnel*, pour réduire la dette, consistant en une cession des créances avec un paiement pour partie en numéraire et pour partie en ORA, seraient encore possibles dans la nouvelle version du texte dès lors que la cession de créances n'est pas envisagée par ledit texte.

Contrairement aux apparences, la sobriété du texte actuel confère peut-être une plus grande liberté aux praticiens. dès lors au moins que ces mesures n'imposent pas d'engagements nouveaux.

82. En effet, les modifications apportées à la situation des obligataires ne sauraient obliger les créanciers obligataires à souscrire des engagements nouveaux.

Une telle solution, aujourd'hui comme demain, serait tout à fait contraire aux exigences élémentaires de protection des droits individuels.

Les assemblées d'obligataires, comme les comités de créanciers, peuvent sans doute adopter à la majorité un projet de plan qui comporte des engagements individuels nouveaux mais l'approbation de ces propositions, dont la bonne fin peut conditionner la mise en oeuvre du plan, ne saurait normalement valoir engagement pour les créanciers minoritaires membres du comité ou de l'assemblée à participer personnellement à la prise de ces engagements nouveaux (57).

Sur ce dernier aspect, les votes des assemblées d'obligataires et ceux des comités de créanciers ne devraient pouvoir engager les créanciers minoritaires que pour ce qui concerne la réduction de leurs droits et non substituer la volonté du comité ou de l'assemblée à celle de ses membres pour tout ce qui concerne la conclusion d'engagements nouveaux, telles que la souscription d'instruments financiers nouveaux. De telles mesures supposent l'engagement individuel de chacun de ceux à qui un engagement est demandé.

83. De même, ces décisions, en ce qu'elles pourraient porter atteinte aux droits des tiers, nécessiteront leur consentement individuel ou collectif, selon les cas. Ainsi la conversion de créances en capital, en ce qu'elle implique une augmentation de capital, est nécessairement subordonnée à l'acceptation de l'assemblée générale des actionnaires. On ne saurait, à cet égard, souscrire à l'opinion émise avec légèreté par certains (58) selon laquelle le vote des obligataires devrait être « opposable » aux actionnaires, c'est-à-dire rendre inutile leur délibération. Il est pour le moins légitime que les actionnaires puissent statuer sur les

mesures qui conduisent à leur dilution (59).

Ainsi, l'énonciation, dans le projet d'ordonnance, des différentes mesures sur lesquelles délibère l'assemblée des obligataires est pour le moins largement surabondante. Il en est sans doute de même avec l'affirmation selon laquelle les mesures envisagées par le plan et sur lesquelles vote l'assemblée des obligataires ou les comités des créanciers peuvent être différenciées.

Les engagements différenciés

84. L'utilisation de ce terme nouveau suscitera certainement, si le projet d'ordonnance est adopté, de nombreuses exégèses, alors même que cette différenciation est déjà inscrite dans la loi, au moins implicitement.

En première analyse, il est possible de considérer que la différenciation peut être proportionnée ou disproportionnée.

Une différenciation proportionnée

85. Il sera ainsi rappelé qu'au sein même de chaque assemblée peuvent coexister (comme dans les comités de créanciers) des créanciers de rang et de classe différents et le choix des solutions ne dépend en rien du rang éventuel. En effet, le législateur, rejetant l'exemple américain, n'a pas souhaité différencier les comités en fonction des caractères spécifiques des créances (chirographaires, bénéficiant de sûretés, subordonnées) et l'assemblée des obligataires en fonction des émissions. Toutes les créances de même nature sont incluses dans le même comité ou la même assemblée, permettant ainsi au comité ou à l'assemblée d'imposer des modifications *opposables* à des créanciers de catégorie ou de rang différents.

Ainsi, dès lors que, l'assemblée des obligataires au même titre que les comités de créanciers, peuvent comporter des créanciers de rang différent, détenant des droits et des garanties différentes, la différenciation de traitement se justifie pour traiter chacun proportionnellement à ses droits. On peut, ainsi, considérer que le projet de plan adopté à la majorité par l'assemblée des obligataires peut imposer aux obligataires minoritaires des abandons de créances ou de droits qui soient proportionnés à la valeur économique des créances, en imposant, par exemple, des abandons plus importants aux créanciers subordonnés qu'aux autres créanciers.

86. De même, des délais ou des remises de dette inégalitaires tenant compte des droits de préférence existant entre créanciers, peuvent être décidés.

Mais cette différenciation n'est pas envisageable seulement dans cette hypothèse de traitement inégal de catégories non homogènes d'obligataires, pour tenir compte de ces inégalités de situation.

Une différenciation disproportionnée

87. La différenciation, *a priori*, moins légitime, peut aussi résulter du traitement égal fait à des créanciers dans des situations différentes. L'adoption de solutions identiques, délais uniformes ou des remises de dette proportionnelles au montant des créances sans tenir compte d'éventuelles subordinations ou sûretés, conduit à générer des inégalités en traitant également des créanciers ayant des situations différentes au regard du rang de leur créance.

88. De même, dès lors que le caractère chirographaire ou privilégié des créances n'est pas un critère de regroupement des créanciers, la différenciation peut se faire en raison de la fonction économique assumée, non en fonction du rang ou des garanties consenties. Etablissements de crédit, fournisseurs, créanciers publics, obligataires peuvent adopter des solutions qui ne tiendront pas compte de la nature chirographaire ou privilégiée de leurs créances mais de leur situation économique, de l'importance de leur dette, de leur rôle à venir dans le cadre de la

poursuite de l'activité de l'entreprise.

La différenciation est *donc* le constat opéré de l'affaiblissement du principe d'égalité qui ouvre la possibilité d'un traitement inégal entre les différentes catégories différenciées par la loi.

La nouvelle loi, en traitant de manière distincte et séparée les fournisseurs, les « établissements de crédits », les obligataires, les créanciers publics et enfin les autres catégories de créanciers, implique des traitements différenciés et donc inégalitaires de chacune de ces catégories.

89. Il est sans doute possible d'aller plus loin. Est, même, envisageable, la possibilité d'édicter des mesures inégalitaires qui ne seraient justifiées ni par la valeur de marché des créances ni par les droits qui avaient pu être consentis contractuellement, mettant en cause l'équilibre juridique (subordination, ordre des paiements) et économique (valeur économique des créances) existant entre créanciers.

90. Ce traitement inégal ne trouve sa limite que dans l'obligation faite au tribunal, aux termes de l'article L. 626-31, alinéa 1^{er}, du code de commerce, d'assurer la protection suffisante de l'intérêt des créanciers tant du point de vue économique qu'éthique.

91. Au plan économique, les droits des créanciers peuvent être sacrifiés parce que tel est, bon gré mal gré, leur intérêt économique bien compris. L'appréciation de cet intérêt est d'abord globale et se combine avec l'intérêt de l'entreprise et celui des autres partenaires de l'entreprise, salariés et partenaires commerciaux ou industriels.

Le législateur semble, ainsi, se préoccuper particulièrement de l'équilibre global des créanciers par rapport aux autres intérêts en cause ainsi que l'équilibre au sein des différentes catégories de créanciers en présence. Mais la formule utilisée par le législateur recouvre aussi le respect des intérêts respectifs des créanciers au sein même de l'assemblée et notamment ceux des minoritaires à qui est imposée la solution adoptée par la majorité (60). Cette considération est essentielle, en présence de comités ou d'assemblées regroupant des catégories différentes dont certaines peuvent être minoritaires et se retrouver ainsi brimées par d'autres catégories majoritaires.

Il est possible de penser que le tribunal devrait s'assurer que les discriminations dont seraient l'objet les créanciers minoritaires sont indispensables à la mise en place d'un plan de sauvegarde aux termes duquel les sacrifices imposés aux créanciers minoritaires permettent au moins d'aboutir à une solution qui leur est plus favorable qu'une liquidation judiciaire.

92. A titre d'exemple, dans son jugement du 15 janvier 2007 (*Eurotunnel*), les administrateurs judiciaires ont souligné, lors de l'audience en chambre du conseil, que le projet de plan déposé « a su trouver un point d'équilibre entre les différents intérêts en présence en répartissant les efforts entre les différentes catégories de créanciers après de longues négociations entraînant un large accord des parties concernées » et le Tribunal de commerce a estimé, dans son jugement, que « l'apurement du passif, unique difficulté du groupe, se fait à des conditions acceptables et acceptées par une majorité de créanciers, à des taux de recouvrement qui respectent l'ordre hiérarchisé que leur confèrent leurs contrats et sûretés respectifs [...] ».

93. Enfin, au plan éthique, rien ne semble interdire au tribunal d'adopter une conception stricte et de considérer, par exemple, que les atteintes aux droits des créanciers minoritaires ne doivent pas conduire à méconnaître le rang des créanciers, ou encore à préférer les actionnaires aux créanciers.

Mais le juge peut aussi avoir une conception beaucoup plus laxiste, laissant jouer au maximum « la souveraineté des créanciers ». Toutefois, celle-ci devrait trouver sa limite dans l'abus de droit. Le tribunal ne peut avaliser des mesures destinées à nuire aux minoritaires et sans intérêt réel pour les majoritaires.

Dans le même sens, les tribunaux devraient refuser d'approuver des modifications contractuelles décidées par la majorité dans la seule considération de la personne du créancier, sans justifications objectives du traitement inégalitaire imposé aux créanciers.

94. De cette vigilance des tribunaux dépendra en grande partie la crédibilité du droit français des procédures d'insolvabilité. La qualité de la loi ne réside pas seulement dans son succès statistique.

Mots clés :

SAUVEGARDE DES ENTREPRISES * Créancier * Consultation * Créancier obligataire

(1) « Les obligations d'une même émission se présentent en fait sous forme de coupures négociables d'égale valeur, le plus souvent interchangeable entre elles, qui font normalement bénéficier leurs propriétaires de droits identiques » : A. Amiaud, Des droits des obligataires en cas de faillite ou de liquidation judiciaire de leur société, Rev. Faillites 1936. 105 s. L'art. L. 213-5, C. mon. fin., pour sa part, définit les obligations comme « des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale ».

(2) Ce terme d'insolvabilité est emprunté au droit européen et particulièrement au règlement n° 1346/2000 du 29 mai 2000 entré en vigueur le 31 mai 2002 qui regroupe sous ce nom l'ensemble des procédures impliquant un dessaisissement partiel du débiteur et un traitement collectif de ses difficultés de paiement.

(3) Sur ces questions, V. le numéro spécial de cette revue (2004-3) consacré à la réforme opérée par l'ordonnance du 24 juin 2004 .

(4) Lyon Caen, Renaud et Amiaud, *Traité de droit commercial*, II, 5^e éd., n° 593.

(5) La masse des obligataires, créée par le décret-loi du 30 oct. 1935, a consacré au plan législatif « la communauté d'intérêts existant entre obligataires d'une même émission » en instituant, entre eux, de plein droit, une personne morale chargée de définir en commun tout ce qui concerne la défense des intérêts collectifs des obligataires vis-à-vis de la société. Certains auteurs, analysant le droit français, estiment que la caractéristique la plus importante du régime des obligations est le « regroupement des porteurs dans une masse ». Cette opinion, exacte au regard du régime des obligations, ne saurait, pour les raisons énoncées au texte, constituer un élément essentiel de leur nature. L'existence d'une masse et plus généralement le regroupement des titres émis dans le cadre d'une émission donnée dans une personne morale chargée de gérer collectivement les rapports des porteurs de titres avec l'émetteur, aussi importante soit-elle en droit français ne constitue pas un élément permettant de qualifier l'obligation. L'art. L. 213-5, C. mon. fin., n'y fait aucune référence et les art. L. 228-90 et L. 626-32 prévoient expressément les hypothèses (emprunts émis à l'étranger) d'émissions d'obligations sans que celles-ci ne donnent lieu à création d'une masse. Le regroupement de tous les obligataires dans une « masse » dotée de la personnalité morale de l'ensemble des obligataires afin d'assurer la représentation de leurs intérêts collectifs, s'il opère de plein droit pour les émissions d'emprunts émis en France par des sociétés françaises, n'est pas de l'essence des obligations.

(6) A. Amiaud, Des droits des obligataires en cas de faillite ou de liquidation judiciaire de leur société, Rev. Faillites 1936. 105 s.

(7) A. Amiaud, art. préc., p. 123.

(8) En l'absence de représentant de la masse, il convient de faire nommer un mandataire chargé de représenter la masse afin notamment de procéder à la déclaration (Com. 22 juin 2004, n° 880, Bull. Joly 2004. 269, note Ph. Pétel).

(9) J.-F. Barbière, Associés et Obligataires d'une société « faillie », Rev. Proc. coll. 1991. 153.

(10) D. Caramalli, Détermination et portée du droit applicable à une émission d'obligations par une société française à l'étranger, Banque et droit juill. 2002. 3.

(11) La doctrine tend à considérer qu'en présence d'emprunts obligataires émis à l'étranger, seuls les obligataires ont qualité pour procéder à la déclaration. Cette solution est sans doute excessive car elle méconnaît que le pouvoir de représentation des obligataires dépend de la loi du contrat et des termes de celui-ci. Il convient toutefois d'en vérifier avec précision les stipulations afin de s'assurer que le contrat donne effectivement pouvoir au représentant institué par le droit du contrat d'exercer des actions en justice à titre conservatoire. A défaut, une déclaration individuelle s'impose.

Dans le cas de déclarations individuelles, il sera observé que, du point de vue pratique, la question se posera de savoir à quelle date il convient de se placer pour déterminer l'auteur de la déclaration de créance et le montant de celle-ci : la date du prononcé de sauvegarde ou la date de la déclaration. Cette question est d'importance compte tenu des mouvements qui ont pu avoir lieu sur les obligations notamment lorsque celles-ci sont cotées.

(12) On observera avec une certaine curiosité que, peu soucieux de cohérence (devenue pour certains synonyme de dogmatisme) avec le texte de la loi qui, en 2005 avait considéré que les cessions de l'ensemble de l'activité étaient un procédé liquidatif, les auteurs du projet d'ordonnance, sans doute animés par la « culture du résultat » et la volonté de se rapprocher des praticiens, ont introduit la cession totale de l'activité dans la procédure de sauvegarde. Le projet de réforme de l'art. L. 626-1, 2^e al., ajoute en effet cette possibilité à la disposition actuelle qui ne prévoit que des cessions partielles.

(13) Amendement n° 139 présenté à l'Assemblée nationale par M. X. De Roux.

(14) Rapport au Sénat n° 335 du sénateur Hiest.

(15) T. com. Paris, 2 août 2006, ouvrant la procédure de sauvegarde pour toutes les sociétés du groupe Eurotunnel et T. com. Paris, 15 janv. 2007 qui par plusieurs décisions rendues le même jour retiennent le plan présenté par la société et rejettent les tierces oppositions formées à l'encontre du jugement d'ouverture (D. 2007. AJ. 313 ). La Cour d'appel de Paris jugera ultérieurement ces tierces oppositions irrecevables (Paris, 3^e ch. B, 29 nov. 2007, n° 07/05754, D. 2008. 12 .

(16) X. de Roux, Rapport d'information n° 3651 sur la mise en application de la loi n°2005-845 du 26 juill. 2005 de sauvegarde des entreprises, déposé à l'Assemblée nationale le 31 janv. 2007.

(17) Discours de M. le président de la République à l'occasion du Bicentenaire du code de commerce, Les Annonces de la Seine, 13 sept. 2007.

(18) Un esprit facétieux pourrait ironiser sur la manière dont l'idéologie de la rupture et de la réforme, présentés comme des valeurs « en soi » indépendamment de leurs contenus, conduit à renouer, sans le dire, avec une sorte de « référé législatif » supprimé en 1837 (A. Rieg, L'interprétation par le juge des règles écrites, *Rapport français, Travaux Capitant, Economica*, 1978, p. 70 s.), le Parlement étant saisi, dans l'urgence, de tout cas individuel qui n'est pas expressément décrit ou envisagé par la lettre de la loi.

(19) D. Caramalli, art. préc., p. 4.

(20) D. Caramalli, art. préc., p. 4.

(21) L'application du règlement insolvabilité a montré à propos des groupes de sociétés que les tribunaux avaient tendance à retenir leur compétence pour l'ensemble des sociétés du groupe et donc, le cas échéant, pour des sociétés étrangères. Mais, ainsi que l'a rappelé la Cour de justice, cette situation suppose en principe réunies des conditions qui devraient

rendre cette pratique relativement exceptionnelle : J.-L. Vallens, Le règlement communautaire sur les procédures d'insolvabilité et le déménagement du débiteur, Rev. sociétés 2006. 346

(22) Sous réserve de l'art. L. 228-106, qui, pour les titres donnant accès au capital, dans le cadre d'une procédure de sauvegarde fait partir de l'ouverture de la procédure le délai de conversion.

(23) En ce sens J.-F. Barbièri, Associés et Obligataires d'une société faillie, Rev. Proc. coll. 1991. 153 s. ; *Contra* : A. Amiaud, art. préc., p 147 s.

(24) T. Bonneau et *alii*, *op. cit.*, n° 1042.

(25) D. Caramalli, art. préc., p. 6.

(26) Com. 15 juill. 1992, Rev. sociétés 1992. 752, note P. Le Cannu

(27) D. Caramalli, art. préc., p. 6.

(28) Brémond et Scholastique, art. préc. Les créanciers obligataires ne peuvent, donc, pas faire partie des comités de créanciers quel que soit leur statut professionnel. Ainsi, nonobstant la lettre de l'art. L. 626-30 et les termes de l'art. 164 du décret n° 2005-1677 du 28 déc. 2005, un établissement de crédit détenant des obligations ne peut pas faire partie, à ce titre, du comité des établissements de crédit.

En décider autrement, au prétexte que la lettre de la loi prévoit que font partie du comité des établissements de crédit, tous les établissements de crédit créanciers du débiteur, sans qu'il y ait lieu à s'interroger sur la nature de leur créance, serait évidemment illogique, puisque cela conduirait, d'une part, à briser l'unité de régime de l'emprunt obligataire et, d'autre part, à faire statuer au sein du comité de créanciers, des créanciers qui n'ont pas qualité pour modifier le régime de l'emprunt obligataire et pour décider d'abandonner tout ou partie des créances résultant de cet emprunt. Ce serait soit priver l'assemblée des obligataires de ses prérogatives, soit conférer à certains obligataires le pouvoir d'être consultés deux fois (au titre du comité des établissements de crédit et au titre de l'assemblée des obligataires). L'exclusion des établissements de crédit porteurs d'obligations du comité des établissements de crédit démontre que ce qui importe pour déterminer la participation à un comité de créanciers est la nature de la créance et non le statut professionnel du créancier. Cette solution est confirmée par le projet d'ordonnance.

(29) Selon Bremond et Scholastique (art. préc.), l'art. L. 626-32 « paraît [...] réitérer les règles prévues par le droit des sociétés en cas de procédure collective de l'émetteur » (C. com., art. L. 228-83 s.).

(30) Selon Bremond et Scholastique (préc.), il est ainsi indiqué qu'en droit commun c'est à la masse qu'il revient de délibérer sur un abandon total ou partiel des créances obligataires (V. C. com., art. L. 228-86). Or, cette opinion était fortement discutée et les dispositions de l'art. L. 228-86 ne prévoyaient pas une telle faculté. Si le législateur avait simplement voulu clarifier, sur ce point, le droit existant, il n'aurait pas manqué d'introduire la précision relative aux abandons de créance dans le texte même de l'art. L. 228-86 et non dans la disposition spécifique et dérogatoire au droit commun qu'est devenu l'art. L. 626-32.

(31) T. com. Paris, 15 janv. 2007, préc. Cette décision a fait l'objet de la part de certains obligataires de tierces oppositions. Ces recours n'ont pas encore donné lieu à des décisions définitives.

(32) CJCE 2 mai 2006, *Eurofood*, Rev. sociétés 2006. 360, note J.-P. Rémerly

(33) Civ. 1^{re}, 27 juin 2006, D. 2006. 2257, note J.-L. Vallens

(34) G. Jazottes et M.-H. Monsérié-Bon, Premières applications du règlement insolvabilité : la

recherche de l'efficacité, Europe juill.-août 2007. 6.

(35) G. Jazottes et M.-H. Monsérié-Bon, art. préc., n° 23.

(36) A. Amiaud, art. préc., p. 107.

(37) Bonneau et Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, n° 1042.

(38) Selon l'art. L. 626-32, al. 1^{er}, « Lorsqu'il existe des obligataires, l'administrateur judiciaire convoque les représentants de la masse [...] » et selon l'al. 2 « Les représentants de la masse convoquent ensuite une assemblée générale des obligataires [...] ».

(39) Cette solution va dans le sens recommandé par le rapport d'information (préc.) établi par M. X. de Roux sur les premières applications de la loi de sauvegarde.

(40) Sur ce point, la solution retenue par le projet d'ordonnance va à l'encontre de la recommandation émise par la chambre de commerce et d'industrie de Paris qui, dans un document intitulé « Projet de réforme de la loi de sauvegarde des entreprises - Contribution de la CCIP », suggère qu'un comité des obligataires soit institué - au sein duquel « chaque emprunt obligataire y aurait un représentant, y compris les étrangers : encore faudrait-il préciser par voie réglementaire que leur poids est pondéré en fonction du montant de l'emprunt ». La solution est lourde et complexe et impliquerait sans doute, pour désigner ce représentant des obligataires, une sorte de représentation à deux degrés, les assemblées d'obligataires devant probablement se réunir préalablement pour déterminer les pouvoirs de leurs représentants au sein de ce comité et, le cas échéant, pour désigner ledit représentant à ce comité.

(41) Pour la création d'un tel comité des obligataires mais dans une composition différente, V. les propositions mentionnées à la note précédente de la CCIP.

(42) Le décret qui doit fixer les conditions de la convocation sera peut-être plus précis, encore qu'on voit mal la raison qui aurait conduit les auteurs du projet d'ordonnance à renvoyer sur ce point-là au décret.

(43) La loi ne précise pas à la différence de ce qui est prévu pour les obligataires, les conditions requises pour faire partie de l'assemblée au sens de l'art. L. 626-32. A s'en remettre, comme en droit commun, à la convocation des obligataires ayant déclaré une créance, une difficulté peut apparaître dans les hypothèses où il n'existe pas de masse et où le droit applicable, au contrat d'émission, conduit à une déclaration de créances par les obligataires eux-mêmes. Dans cette hypothèse, la convocation des seuls obligataires ayant déclaré leurs créances peut conduire à en ignorer certains, surtout lorsque l'obligataire est un résident étranger et bénéficie du délai de distance pour opérer sa déclaration.

(44) L'existence d'une masse n'est pas de la nature des obligations. D'une part, les dispositions de l'art. L. 228-90, C. com., prévoient expressément que la constitution des masses ne s'impose nullement dans les émissions faites à l'étranger. D'autre part, l'art. L. 213-15, C. mon. fin., en définit les obligations sans faire référence à « la masse » des obligataires.

(45) On rappellera, en outre, que cette solution était admise sans difficulté dans le régime antérieur à la loi du 25 janv. 1985. L'assemblée concordataire réunissait tous les créanciers chirographaires sans distinguer selon les droits contractuels que leur conféraient leurs créances (R. Rodière, *Les procédures collectives de liquidation ou de renflouement des entreprises en droit comparé*, Economica).

(46) Dans le cas d'Eurotunnel, plusieurs procédures ont été ouvertes contre chacune des sociétés du groupe et ces sociétés ont fait l'objet de procédures séparées sans extension. Deux sociétés seulement ont émis les différents emprunts ; une société française (émission en francs/euros) et une société anglaise (émission en livres sterling). Ainsi, pour chacune de ces

deux sociétés, il a fallu procéder à la convocation d'une seule assemblée d'obligataires, réunissant pour la société française les obligataires détenant des obligations émises en euros et pour la société anglaise les titulaires d'obligations émises en livres sterling, sans qu'il y ait lieu à distinguer en fonction du contrat d'émission (*reset bonds, stabilisation bonds* ou *PLN*).

(47) Certains obligataires ont fait tierce opposition à ce jugement en critiquant cette solution. Sans préjuger des décisions à venir, il est possible de considérer qu'il est peu probable que soit remise en cause la solution implicitement approuvée par le tribunal.

(48) R. Rodière, *op. cit.*, selon lequel « on ne peut exiger que le concordat soit décidé à l'unanimité. L'intérêt général oblige partout à se contenter d'une décision majoritaire ».

(49) Sur la légitimité du principe majoritaire, V. S. Schiller, *Les limites de la liberté contractuelle en droit des sociétés*, LGDJ, n° 381 s.

(50) Cette solution, en l'absence de toute règle relative au quorum et de toute précision, semble plus conforme au principe général majoritaire que celle de la majorité des créances présentes ou représentées.

(51) P.-M. Le Corre, *Droit et pratique des procédures collectives, op. cit.*, n° 512-25.

(52) Ces difficultés peuvent tenir à la nécessité d'immobiliser les titres avant le vote, mais aussi à de simples difficultés matérielles liées à la réticence des établissements teneurs de compte à se mobiliser pour mettre les obligataires en mesure de voter et ce d'autant plus que la procédure est nouvelle. De nombreux votes risquent donc de ne pouvoir être comptabilisés dans les délais.

(53) Ainsi dans le plan de sauvegarde d'Eurotunnel approuvé par le Tribunal de commerce de Paris (15 janv. 2007) des solutions de même nature ont été décidées au profit de certains créanciers, membres des comités des établissements de crédit et au profit des obligataires. Leurs créances ont été cédées à une société nouvelle (GET SA), le prix de cession consistant en une somme en numéraire et en la livraison d'ORA.

(54) Le projet éloigne encore plus nettement la règle de la procédure collective du droit commun des assemblées obligataires que le texte actuel, puisque le nouvel art. L. 626-32 autoriserait expressément des actes (conversion de créances en capital) que l'art. L. 228-68 prohibe expressément.

(55) Il est possible cependant d'observer que la porte ouverte à des montages juridiques sophistiqués avait surtout été affirmée à propos des comités de créanciers et non à propos des assemblées d'obligataires

(56) M. R. Damman le souligne : « Le législateur semble avoir privilégié l'idée d'une liberté contractuelle pour les comités de crédit. Lors des débats parlementaires on a parlé du caractère souverain des comités. Ainsi, dans cette optique, il serait possible que le projet de plan comporte non seulement des délais de paiement et des abandons de créances mais aussi la conversion des créances voire de nouveaux crédits, avances ou apports. [...] Une chose consiste à abandonner purement et simplement une grande partie de ses créances. Mais exiger une augmentation des risques est un pas que le texte ne permet pas de franchir » (Lexbase, 9 févr. 2006) ; dans le même sens, M. Ch. Léguevagues écrit, à propos des comités de créanciers : « Contrairement à la procédure de « consultation normale » qui ne prévoit que des délais et remises de dettes, le projet de plan soumis aux comités « pourrait en particulier comporter de nouveaux crédits, des avances ou apports ainsi que des conversions de créances ». Cette énumération ne présente qu'un caractère illustratif », LPA 17 févr. 2006.

(57) La situation est comparable, *mutatis mutandis*, aux dispositions applicables en droit des sociétés. La loi de la majorité s'arrête lorsque les engagements des associés sont augmentés. L'unanimité est alors indispensable.

(58) Faillites : le projet d'ordonnance facilite l'entrée en sauvegarde, La Tribune, 10 avr. 2008.

(59) Dans l'affaire *Eurotunnel*, des assemblées générales extraordinaires d'Eurotunnel SA et d'Eurotunnel PLC n'avaient pas été nécessaires, parce que les ORA attribuées aux créanciers, notamment obligataires, étaient souscrites par une société créée à cette fin. L'approbation des actionnaires n'en avait pas moins été sollicitée et nécessaire, dans la mesure où la réalisation du plan était conditionnée au succès d'une OPE, aux termes de laquelle il était demandé aux actionnaires d'apporter leurs actions à la société nouvelle en échange d'actions de celle-ci.

(60) Le rapport du Sénat rappelle ainsi, à propos des comités de créanciers, mais la formule est transposable aux obligataires, que la « procédure des comités de créanciers ne doit en effet pas conduire à sacrifier les intérêts des créanciers minoritaires au sein des comités ou ceux des créanciers qui n'en seraient pas membres ».