

THÈSES
BIBLIOTHÈQUE
DE DROIT
DES ENTREPRISES
EN DIFFICULTÉ
TOME 31

Dirigée par
François-Xavier Lucas
Professeur à l'École de droit de la Sorbonne (Université de Paris 1)

LES DROITS DES OBLIGATAIRES CONFRONTÉS À LA PROCÉDURE COLLECTIVE DE L'ÉMETTEUR

Catherine Gralitzer

Préface de
François-Xavier Lucas

THÈSES
BIBLIOTHÈQUE
DE DROIT
DES ENTREPRISES
EN DIFFICULTÉ
TOME 31

Dirigée par
François-Xavier Lucas
Professeur à l'École de droit de la Sorbonne (Université de Paris 1)

LES DROITS DES OBLIGATAIRES CONFRONTÉS À LA PROCÉDURE COLLECTIVE DE L'ÉMETTEUR

Catherine Gralitzer
Docteur en droit

Préface de
François-Xavier Lucas
Professeur à l'École de droit de la Sorbonne (Université de Paris 1)



© 2023, LGDJ, Lextenso
1, Parvis de La Défense
92044 Paris La Défense Cedex
www.lgdj-editions.fr
EAN : 9782275117973
ISSN : 2268-5499
Collection : Thèses

REMERCIEMENTS

Cette thèse n'aurait jamais pu voir le jour sans le concours fortuit de celui qui en a inspiré le sujet, un soir de 2008. Elle n'aurait jamais pu être menée à terme sans le soutien de celui qui l'aura dirigée, pendant douze années. Aux deux, j'exprime ma profonde gratitude et réserve plus particulièrement ma reconnaissance au professeur François-Xavier Lucas, qui a su patiemment inviter à la réflexion, suggérer et encourager, toujours avec finesse et intégrité.

Aux professeurs Hervé le Nabasque, Michel Menjucq, Françoise Pérochon, Philippe Pétel et Stéphane Torck, j'adresse mes remerciements, pour le temps qu'ils ont consacré à la lecture de mes travaux, les échanges stimulants qu'ils ont suscités et leurs conseils constructifs et bienveillants, pendant et après la soutenance. Je mesure le privilège qui m'a ainsi été accordé.

Ces mots s'adressent également à Marie, Marie-Laure et Camille, relectrices attentives et dévouées. Votre amitié m'oblige.

Ils s'adressent enfin à Geoffroy, embarqué à la première escale et dernier sur le pont. Marin fidèle à la devise du Dixmude. *Sacrifiez-vous, tenez !*

PRÉFACE

L'obligataire est un créancier singulier. Titulaire d'une authentique créance née du contrat d'émission auquel il est partie, il ne traite pas directement avec son débiteur qu'est l'émetteur. Entre celui-ci et celui-là s'intercale la masse obligataire et son représentant, seul habilité à agir dans l'intérêt des obligataires, dès lors privés de toute qualité à défendre leurs droits. Comme dans la procédure collective où les droits et actions des créanciers sont collectivisés pour ne plus pouvoir être exercés que par un mandataire judiciaire, les obligataires subissent une collectivisation de l'exercice de leurs prérogatives de créanciers. Cette originalité de leur condition découle de ce qu'ils ne sont pas seulement des créanciers mais aussi des titulaires de valeurs mobilières. Quand l'émetteur est en difficulté et que s'ouvre à son encontre une procédure collective, la défense des droits des obligataires va passer par les organes de défense de l'intérêt collectif de ces titulaires de valeurs mobilières. De la déclaration de créance à la consultation sur le projet de plan en passant, s'il y a lieu, par la participation aux classes de parties affectées, va se poser la question de savoir dans quelle mesure le représentant de la masse et l'assemblée générale des porteurs d'obligations vont devoir être associés au déroulement de la procédure collective et au traitement de la créance obligataire. La réponse à y apporter ne va pas de soi car l'on retrouve cette tentation constante qui mine le droit des procédures collectives, souvent porté à imposer sa logique propre et la discipline brutale qui en découle, pour tenir en échec les règles spéciales d'une branche du droit qui pourrait compliquer la mise en œuvre de la restructuration et qu'il y aurait lieu dès lors de neutraliser. En l'espèce, ce n'est pas le cas, et les règles gouvernant le traitement des difficultés de l'émetteur se révèlent respectueuses des principes du droit des sociétés qui régissent le fonctionnement de l'emprunt obligataire. Le livre VI du Code de commerce s'incline devant son livre II pour assurer la représentation des droits de l'obligataire dans les conditions du droit commun que la procédure collective ne tient pas en échec. La proposition n'est plus aussi exacte depuis l'apparition des classes de parties affectées qui, lorsqu'elles sont constituées, vont troubler le jeu normal de la représentation des obligataires, en imposant leur discipline à des obligataires qui seront vus, moins comme les membres d'une assemblée que l'on n'est plus tenu de réunir, que comme des parties affectées membres de la classe où l'administrateur aura décidé de les faire siéger. De façon difficilement justifiable, il en va différemment lorsque ces obligataires sont des détenteurs de capital en puissance pour détenir des obligations susceptibles de donner accès au capital puisque les assemblées qui les réunissent conservent alors leur vocation à prendre les décisions que commande leur intérêt commun.

Que ces classes soient ou non constituées, la question du traitement de la dette obligataire constituera un enjeu dans nombre de restructurations. Différentes difficultés ne vont pas manquer de se présenter lorsqu'il va s'agir de dire comment la créance obligataire doit être déclarée puis comment son titulaire doit être associé aux étapes de

la procédure collective et mis en mesure d'exercer ses prérogatives de créancier, qu'il s'agisse de se prévaloir d'une sûreté garantissant l'emprunt obligataire ou d'une convention de subordination qui l'assortit ou qu'il s'agisse d'être consulté sur le projet de plan. La complexité de la matière peut être encore rehaussée d'une touche de droit des sociétés et de droit financier lorsque le titre obligataire se mâtime et que la créance qu'il représente s'hybride pour être enrichie d'une faculté de conversion ou de remboursement en actions ou qu'un bon de souscription d'un autre type de titres s'est greffé sur l'obligation. Le titulaire de tels titres n'est plus un simple obligataire ; il devient un porteur de valeurs mobilières donnant accès au capital social, qualification qui charrie son lot de règles spéciales et vient gauchir le jeu de la consultation de ces créanciers.

Ainsi esquissé, le sujet apparaît passionnant. Traité par Madame Catherine Gralitzer, il le devient bien plus encore. La pierre d'angle de ce travail est la découverte de la « masse dans la masse », invention – au sens où l'on invente un trésor – reposant sur le constat que les obligataires ont doublement vocation à être représentés, en tant qu'ils sont porteurs de valeurs mobilières, réunis en masse, mais aussi en tant qu'ils sont créanciers, agrégés à la collectivité des créanciers. Masse, représentant de la masse, intérêt collectif... La terminologie de l'univers des obligataires se nourrit clairement de celle forgée pour les besoins de la faillite. La thèse n'en fait pas mystère en montrant que la masse obligataire est une réminiscence de la masse des créanciers. Le droit des procédures collectives et le droit des obligataires présentent en effet cette caractéristique commune de substituer une logique collective à une logique individuelle pour le traitement des créanciers qui, tant pour les besoins du traitement de la dette obligataire que pour ceux de la mise en œuvre de la procédure collective sont réunis en une collectivité qui absorbe leurs prérogatives individuelles au profit d'un intérêt jugé supérieur. L'histoire de la construction du régime des emprunts obligataires nous apprend que c'est la masse des créanciers qui, à l'époque du décret-loi de 1935 (décret-loi du 30 octobre 1935 relatif à la protection des obligataires), a inspiré le législateur lorsqu'il a consacré l'existence d'une « masse des obligataires », rappel historique qui témoigne des liens que le droit des obligataires et celui des faillites ont de longue date entretenus et des analyses qu'ils ont d'emblée partagées lorsqu'il s'est agi de forger des concepts structurants. De là cette intuition d'une « masse dans la masse » vue comme une notion fondamentale propre à offrir une grille de lecture de l'ensemble des droits des obligataires lorsque, confrontés à la procédure collective de l'émetteur, il faut préciser les conséquences de leur soumission à la discipline collective et le traitement qui va leur être réservé dans le cadre de la restructuration.

Madame Gralitzer ne néglige d'aborder aucune des questions que soulève son sujet. Sa connaissance de la pratique des émissions obligataires est incontestable et à vrai dire exceptionnelle chez l'auteur d'un travail théorique dont on peut redouter qu'il n'ait des questions traitées qu'une connaissance livresque. Rien de tel ici puisque la thèse envisage avec un égal bonheur toutes les facettes de ce sujet technique. Des *Schuldscheins* aux obligations *high yield* en passant par les émissions *wholesale* ou au marché de l'Euro PP, c'est toute la pratique des émissions obligataires qui est passée en revue et, avec elle, tous les dossiers qui ont compté dans la construction des solutions applicables au traitement de la dette obligataire en cas de faillite de l'émetteur. Des affaires Métrologie international, Pallas Stern et Dapta Malinjouid jusqu'aux restructurations de Pierre & Vacances et BCM Energy en passant par les dossiers Thomson-Technicolor, Belvédère, Saur, CGG et Ludendo, ce sont plusieurs décennies de pratiques de place que l'on voit défilier au fil des pages de

cette thèse qui n'est pas seulement l'œuvre d'un savant juriste mais aussi celle d'un auteur ayant une connaissance intime du sujet pourtant très technique qu'il aborde.

Consciente qu'une thèse d'une telle ampleur ne peut reposer que sur des fondations solides, Madame Gralitzer commence, dès la première partie, par s'interroger sur la nature de la créance obligataire. Rappelant que, en dépit de la pluralité de bailleurs de fonds qu'elle implique, l'émission obligataire est traditionnellement vue comme un emprunt unique, consenti par ce créancier qu'est la masse des obligataires, elle n'en signale pas moins qu'une telle qualification ne correspond plus à l'économie de certaines opérations structurées. La proposition n'est pas décisive car, à défaut d'être nécessairement un titre d'emprunt, l'obligation n'en constitue pas moins un titre constatant l'existence d'une créance aliquote, qui ne naît pas de la remise des sommes prêtées mais de l'échange des consentements, matérialisé par l'acte positif de souscription à l'émission. Cette créance se trouve ainsi soumise à l'obligation de déclaration lorsque ledit acte de souscription est antérieur à l'ouverture de la procédure collective. Surgit alors la première difficulté, celle de savoir qui peut procéder à cette déclaration et, au-delà, assurer la défense des intérêts des obligataires au cours de la procédure. Si le représentant de la masse est évidemment habilité à déclarer la créance obligataire, il n'est pas le seul à pouvoir le faire puisqu'il partage cette habilitation, le cas échéant, avec le représentant de la masse contractuelle, le mandataire que les obligataires peuvent choisir de désigner, l'agent des sûretés ou encore, pour certaines émissions soumises à des droits étrangers, le *trustee* ou le *security agent*. Au-delà de la déclaration de la créance, tout au long de la procédure collective, le représentant de la masse va conserver sa vocation à incarner l'intérêt collectif des obligataires et à le défendre. La permanence de la masse se révèle alors ne pas être une contrainte mais une faveur pour l'obligataire qui y trouve une réelle protection, celle que lui assure l'intervention de ce mandataire avisé qui le préserve des nombreuses chausse-trappes auxquelles la procédure collective expose tout créancier. Certes, ce monopole du représentant de la masse pour agir dans l'intérêt des obligataires subit la concurrence de celui du mandataire judiciaire lorsqu'il faut agir au nom et dans l'intérêt collectif des créanciers mais il n'en conserve pas moins vocation à exercer des actions qui, tout en étant dictées par l'intérêt commun des obligataires, ne visent pas à la reconstitution du gage commun des créanciers.

La seconde partie est consacrée à l'étude de la situation des obligataires lors de l'élaboration du plan de sauvegarde ou de redressement. En l'absence de constitution des classes de parties affectées, les dispositions du droit des sociétés, et plus particulièrement celles du titre II du livre II du Code de commerce, doivent être appliquées, les représentants de la masse étant invités par le mandataire judiciaire à consulter l'assemblée générale des obligataires sur les modalités de règlement des obligations proposées par le projet de plan. Cette consultation s'opère masse par masse et selon des modalités qui dépendent de la nature des sacrifices demandés aux obligataires. La conversion de la créance obligataire nécessite leur accord unanime, tandis que les délais et remises sont autorisés par l'assemblée générale des obligataires à la majorité et ce au détriment des minoritaires auxquels on impose des sacrifices plus importants que ceux qu'aurait permis de leur arracher une traditionnelle consultation individuelle sur le projet de plan. Quant aux plans soumis aux classes de parties affectées, Madame Gralitzer y consacre les pages les plus passionnantes de sa thèse, révélant toute la maîtrise de son art dans le dernier titre de son ouvrage qui traite de cette question. Les obligataires sont soumis au régime des classes de parties affectées dès lors qu'ils sont directement affectés par le plan et que l'émetteur relève de ce mode

d'adoption du plan. Leur situation est alors bien différente et l'idée d'une masse dans la masse ne va pas résister à la constitution des classes de parties affectées. La représentation des obligataires prévue par le livre II du Code de commerce étant ignorée par les textes qui gouvernent ces classes, ils vont être consultés au sein d'une classe dont la thèse souligne qu'elle ne peut être qu'une classe dédiée. Il n'en va différemment que pour les porteurs d'obligations donnant accès au capital de l'émetteur dont la consultation par masse continue de s'imposer et qui, étant vus comme des détenteurs de capital, vont émarger à un régime plus protecteur de leur créance en cas d'application forcée interclasse dans des conditions sur la légitimité desquelles Madame Gralitzer s'interroge, en particulier lorsque les détenteurs de tels titres demeurent fondamentalement des obligataires et donc des créanciers faute d'avoir la certitude de voir leur titre obligataire se muer en titre de capital. Sous cette réserve, le régime des classes de parties affectées est jugé particulièrement convaincant et approprié au traitement de toutes les configurations du passif obligataire, au point que la thèse s'achève par le souhait de voir ce mode d'adoption des plans étendre son empire à de plus nombreux débiteurs, ce qui ne devrait pas manquer de se produire lorsque, comme on peut le pronostiquer, les seuils de recours obligatoire à ces classes seront abaissés.

On l'aura compris, l'exercice entrepris par Madame Gralitzer est particulièrement réussi, au point qu'il lui permet de rejoindre le club très fermé des auteurs qui, alliant l'excellence académique à la parfaite maîtrise pratique de leur sujet, rédigent une œuvre aussi utile au plan théorique, par les notions et les outils conceptuels qu'elle forge, qu'au plan pratique par la contribution qu'elle apporte à la résolution de difficultés techniques que rencontrent les praticiens. Fort d'une telle excellence théorique et pratique, son ouvrage réalise cette performance peu commune d'être à la fois un véritable *vade-mecum* de la restructuration du passif obligataire et une grande thèse qui comptera en droit de la faillite et en droit financier. On ajoutera qu'elle se lit comme un roman. On peine à le croire tant le thème est aride et technique. Pourtant, l'élégance du style de son auteur, la rigueur des analyses et des démonstrations entreprises, l'aptitude à proposer des solutions, la maîtrise exemplaire de l'exposé et des explications rendant accessibles les questions les plus sophistiquées procurent au lecteur la même satisfaction que celle provoquée par la découverte des grandes œuvres de la littérature. Nous aurions été tentés de suggérer un titre propre à exprimer la filiation littéraire de cette thèse : Les émissions dangereuses, Splendeurs et misères des obligataires, À la recherche de la masse perdue, Voyage au bout de l'emprunt obligataire, Extension du domaine de la dette... L'audace a manqué et elle paraît sous un titre plus aride mais moins décevant aussi. C'est sans doute mieux ainsi, les récompenses qui attendent cet ouvrage étant vouées à venir, moins de la sphère des prix littéraires, que de la consécration que l'Université sait réserver aux meilleurs de ses élèves. Nous formons le vœu que celle qui attend Catherine Gralitzer ne tarde pas et soit à la mesure de l'exceptionnelle contribution doctrinale qu'elle nous livre. La portée de cet ouvrage devrait être considérable et l'on peut souhaiter qu'il ouvre à Madame Gralitzer une carrière universitaire qui ne le soit pas moins.

François-Xavier LUCAS

Professeur à l'École de droit de la Sorbonne (Université de Paris 1)

TABLE DES ABRÉVIATIONS

APC	Lettre d'actualité des procédures collectives
<i>Adde</i>	<i>Addendum</i>
AFT	Agence France Trésor
A.J.	Actualité jurisprudentielle
AJDI	Actualité Juridique de Droit Immobilier
Ann. dr. comm.	Annales de Droit Commercial
Art.	Article
ass. plén.	Assemblée plénière de la Cour de cassation
Bull. civ.	Bulletin civil de la Cour de cassation
BJB	Bulletin Joly Bourse
BJS	Bulletin Joly Sociétés
BJE	Bulletin Joly Entreprises en difficulté
BSA	Bons de souscription d'actions
BTF	Bon du Trésor
Bull. soc. études lég.	Bulletin de la Société d'études législatives
Bull. soc. lég. comp.	Bulletin de la Société de législation comparée
CA	Cour d'appel
Cass. 1 ^{re} civ.	Première chambre civile de la Cour de cassation
Cass. 2 ^o civ.	Deuxième chambre civile de la Cour de cassation
Cass. 3 ^o civ.	Troisième chambre civile de la Cour de cassation
Cass. com.	Chambre commerciale de la Cour de cassation
Cass. ch. mixte	Chambre mixte de la Cour de cassation
C. civ.	Code civil
C. com.	Code de commerce
CDE	Cahiers de Droit Européen
C. mon. et fin.	Code monétaire et financier
<i>Contra</i>	En sens contraire
Comp.	Comparer
Concl.	Conclusions
D.	Dalloz
D. Actualités	Dalloz Actualités
DP	Dalloz Périodique
Defrénois	Répertoire du notariat Defrénois
Dr. sociétés	Revue Droit et sociétés
Dr. & patr.	Droit et patrimoine
Droits	Revue Droits
FRN	<i>Floating Rate Notes</i>
Gaz. Pal.	Gazette du Palais
<i>Ibid.</i>	<i>Ibidem</i>
<i>Infra</i>	Ci-dessous

JCP E	Jurisclasseur périodique édition Entreprises
JCP G	Jurisclasseur périodique édition Générale
JCP N	Jurisclasseur périodique édition Notariale
J.-Cl. Banque, Crédit, Bourse	Jurisclasseur Banque, Crédit, Bourse
J.-Cl. Civil Code	Jurisclasseur Civil Code
J.-Cl. Commercial	Jurisclasseur Commercial
J.-Cl. Proc. coll.	Jurisclasseur Procédures collectives
J.-Cl. Soc. Traité	Jurisclasseur Sociétés Traité
J.-Cl. Sociétés Formulaire	Jurisclasseur Sociétés Formulaire
JO	Journal Officiel de la République Française
LaRSG	La Revue des Sciences de Gestion
LEDEN	L'essentiel du droit des entreprises en difficulté
LEDA	L'essentiel du droit des assurances
LEDB	L'essentiel du droit bancaire
LEDC	L'essentiel du droit des contrats
LPA	Les Petites Affiches
Obs.	Observations
OAT	Obligations assimilables du Trésor
OBSA	Obligations à bon de souscription d'actions
OCEANE	Obligations convertibles échangeables en actions nouvelles ou existantes
OEА	Obligations échangeables en actions
ORA	Obligations remboursables en actions
ORANE	Obligations remboursables en actions nouvelles ou existantes
ORNANE	Obligations remboursables en numéraire et/ou en actions nouvelles et existantes
PUAM	Presses Universitaires d'Aix-Marseille
RB	Revue Banque
RB éditions	Revue Banque éditions
RDBF	Revue de Droit Bancaire et Financier
RDA	Droit et affaires
RDC	Revue des Contrats
RDIP	Revue de droit international privé
RJC	Revue de Jurisprudence commerciale
RJDA	Revue de jurisprudence de droit des affaires
RJS	Revue de jurisprudence sociale
RLDA	Revue Lamy de Droit des Affaires
RLDC	Revue Lamy de Droit Civil
RPP	Revue politique et parlementaire
RTD civ.	Revue trimestrielle de droit civil
RTD com.	Revue trimestrielle de droit commercial
Rev. crit. DIP	Revue critique de droit international privé
Rev. proc.	Revue procédures
Rev. proc. coll.	Revue des procédures collectives
Rev. sociétés	Revue des Sociétés

Spéc.	Spécialement
Ss.	Sous
<i>Supra.</i>	Ci-dessus
T. com.	Tribunal de commerce
TCN	Titre de créance négociable
TSS	Titre Super Subordonné
V ^o	<i>Verbo</i>
V.	Voir

SOMMAIRE

REMERCIEMENTS	5
PRÉFACE	7
TABLE DES ABRÉVIATIONS	11
INTRODUCTION	17
PARTIE I	
LA SOUMISSION DE L'OBLIGATAIRE À LA DISCIPLINE COLLECTIVE	49
Titre I : La restriction du droit de l'obligataire à agir en justice	53
Chapitre 1. Le monopole du représentant de la masse	55
Chapitre 2. Le monopole du mandataire judiciaire	81
Titre II : La déclaration de la créance obligataire entre les mains du mandataire judiciaire	107
Chapitre 1. L'objet de la déclaration	109
Chapitre 2. L'auteur de la déclaration	147
PARTIE II	
LE TRAITEMENT DES DROITS DE L'OBLIGATAIRE DANS LE CADRE DU PLAN	179
Titre I : Le traitement des droits de l'obligataire dans le cadre de la consultation individuelle des créanciers	183
Chapitre 1. La consultation de l'assemblée générale des obligataires	185
Chapitre 2. L'arrêté du plan par le tribunal	207
Titre II : Le traitement des droits de l'obligataire dans le cadre de la consultation collective des créanciers : de l'assemblée unique des obligataires aux classes de parties affectées	241
Chapitre 1. L'assemblée unique des obligataires	243
Chapitre 2. Les classes de parties affectées	307
CONCLUSION GÉNÉRALE	383

INTRODUCTION

1. Une préoccupation récente – Au centre de l’actualité depuis plus de quinze ans, la question des droits des obligataires confrontés à la procédure collective de l’émetteur n’est qu’une préoccupation relativement récente au regard de l’histoire du droit des entreprises en difficulté. À l’aube de la crise de 2008, le sort des obligataires confrontés à la procédure collective de l’émetteur ne suscitait que peu d’intérêt pratique, en l’absence de contentieux récent¹. Hormis dans les affaires *Dapta Mallinjoud* (2000)² et *Pallas Stern* (2004)³, qui avaient pu susciter l’émoi de certains petits porteurs, les obligataires étaient alors peu représentés dans le passif des entreprises faisant l’objet d’une procédure collective. La généralisation des difficultés provoquée par la crise financière vint cependant rappeler au marché le rôle essentiel joué par les obligataires dans le financement de l’économie⁴ et leur importance grandissante dans ce contexte⁵. Représentant une part de plus en plus importante de l’endettement des entreprises françaises⁶, l’obligataire compte aujourd’hui parmi les intimes convoqués au chevet de l’émetteur lorsque l’apparition du spectre des difficultés l’accule à la renégociation amiable de son passif financier. La procédure collective, grande faucheuse des droits des créanciers, y est alors brandie tel un « repoussoir »⁷ auquel aucun ne souhaite se frotter. Traité à l’aune de ses droits dans le cadre d’une procédure de sauvegarde, de redressement ou de liquidation judiciaire, l’obligataire voit ainsi son sort scellé aux perspectives de recouvrement que lui offre sa créance en cas de défaillance de l’émetteur. C’est dire si les procédures collectives constituent le mètre étalon au regard duquel s’établit son pouvoir de négociation.

Le constat du caractère récent de ces préoccupations traduit le recours tardif par les opérateurs privés à cet instrument, dont le développement bénéficia d’abord à l’État. En 1539, François I^{er} lançait en France le premier emprunt obligataire, sous la

1. JEANTIN M., DOM J.-M., J.-Cl. Proc. coll., Fasc. 2396, Redressement et liquidation judiciaires – Effets sur les droits des porteurs d’obligations, mars 2005.

2. V. *infra* n° 52 et 75.

3. V. *infra* n° 52.

4. En 2020, le recours au financement obligataire s’est accéléré, représentait ainsi 80 milliards d’euros levés sur le marché Euronext, soit plus de 40 % de hausse par rapport à 2019. Ces chiffres sont à rapprocher des 859 milliards d’euros levés sur les marchés obligataires européens en 2020, dans un contexte particulièrement favorable aux émissions *high yield* (160 milliards d’euros) et aux émissions d’obligations sociales, dont les montants ont été multipliés par huit entre 2019 et 2020, pour se porter à 113 milliards d’euros, v. rapport OFEM sur le financement des entreprises par le marché en France, avril 2021.

5. CHAMMAS L., SEVENNEC C., J.-Cl. Sociétés Traité, Fasc. 1870, Obligations : Généralités, Émissions, Souscription, avril 2018, spéc. n° 3.

6. Les Échos, La ruée des grandes entreprises sur le marché obligataire, 24 juin 2020.

7. LUCAS F.-X., Manuel de droit de la faillite, PUF, 4^e éd., 2022, spéc. n° 16.

forme d'une rente perpétuelle, pour financer la guerre en Italie⁸. Outil privilégié du financement de l'État, ce n'est qu'à la fin du XIX^e 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. 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 particulier⁹. La loi du 24 juillet 1867 sur les sociétés par actions ignorait cependant la situation des obligataires, peu représentés à l'époque. Les quelques émissions massives faisaient alors l'objet de dispositions spécifiques et ponctuelles¹⁰. En l'absence de statut légal, le contrat de souscription était donc assimilé à un contrat de prêt, aux termes duquel l'obligataire s'engageait au versement d'une certaine somme d'argent à titre de prêt, en contrepartie du paiement d'un intérêt jusqu'au jour du remboursement¹¹. Le porteur d'obligations, dans ses rapports avec la société débitrice, se voyait ainsi 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.

Particularités du titre obligataire

2. Caractère collectif de l'emprunt – 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 civil¹², l'obligataire n'en est pas moins un créancier d'un type particulier, *sui generis*¹³. Pour comprendre ce qui le différencie du créancier classique de l'entreprise, qu'il soit banquier ou fournisseur, il faut se placer au jour de l'émission de l'emprunt obligataire. L'émetteur qui décide de recourir à un financement obligataire procède par voie d'émission unique, lançant un emprunt global qui

8. THUILLEZ V.-M., Essai historique sur le titre nominatif et sa transmission, thèse Paris, 1900, p. 96 ; REYGROBELLET A., La notion de valeur mobilière, thèse Paris 2, 1995, vol. 1, n° 33 et s. ; DE VAUPLANE H., BOUERE J.-P., DEROUIN P., DESACHE J.-M., DUHAMEL A., MALINVAUD E., Titres et emprunts obligataires, Tome 1, RB éditions, 1998, spéc. n° 1.

9. V. en ce sens. DE JUGLART M., IPPOLITO B., par du PONTAVICE E., DUPICHOT J., Traité de droit commercial, Vol. 2 : Les sociétés, Montchrestien, 3^e éd., 1982, spéc. n° 644, citant l'exemple des émissions « Banque de France » et « Charbonnages de France ».

10. V. en ce sens, les lois du 31 juillet 1913 applicables aux compagnies de voies ferrées et du 27 mai 1921, approuvant les travaux d'aménagement du Rhône, citées par AZENCOT F., La protection des porteurs obligataires, thèse Paris, 1938, spéc. p. 1.

11. V. en ce sens, KREHER J., La défense des obligataires, thèse Lyon, Rousseau, 1938, qui précise ainsi que « 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^o dans le paiement d'un intérêt jusqu'au jour du remboursement, 2^o dans le remboursement du capital à une date certaine fixée suivant les ressources présumées de l'entreprise débitrice, 3^o parfois dans le paiement soit de primes soit de lots au moment du remboursement, 4^o dans la remise à l'obligataire d'un titre négociable ».

12. 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. 2285 : 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.

13. JOURDAIN H., De la situation des obligataires en cas de liquidation amiable, de liquidation judiciaire ou de faillite de la société débitrice, thèse Paris, 1932, spéc. p. 41.

n'est fractionné que pour les besoins de la souscription¹⁴. Chaque souscripteur vient alors adhérer¹⁵ à des obligations prédéfinies (une rémunération, un terme et des modalités de remboursement) qu'il n'est généralement pas en position de négociier¹⁶, à l'inverse du banquier, traditionnel bailleur de fonds de l'entreprise à la manœuvre au stade de la définition des conditions d'octroi du crédit. Si l'emprunt revêt donc un caractère clairement collectif, il n'en forme pas moins, aux yeux de la société débitrice, un « tout impartageable »¹⁷. En ce sens, il y a « unité de l'emprunt »¹⁸. Le lien juridique personnel qui lie la société à chacun des obligataires a « la même origine, la même cause et le même objet »¹⁹, conférant à chaque titre un caractère interchangeable²⁰, soit en somme, autant de manifestations de la fongibilité du titre obligataire.

3. Naissance d'une créance long terme – Plus encore, l'engagement de l'obligataire s'inscrit dans la durée, là où le fournisseur de biens ou de services ne peut concéder de crédit que jusqu'à 60 jours ou 45 jours fin de mois à compter de la date d'émission de la facture²¹. La souscription donne ainsi naissance à une créance à moyen-long terme, dont la valeur dépend nécessairement de la bonne marche des affaires de l'entreprise²². En ce sens, l'obligataire, associé au développement de l'entreprise et intéressé aux bénéfices de la société²³, se rapproche plus de l'actionnaire que du créancier classique de l'entreprise. Dès la fin du XIX^e siècle, Thaller voyait ainsi entre les porteurs d'obligations une association virtuelle et tacite susceptible de produire certains effets juridiques. « Il y a moyen », écrivait-il alors, « d'établir des uns aux autres un rapport qui ne diffère pas de celui existant entre les actionnaires dans une société anonyme. (...) Il faut se placer au moment des émissions même. C'est à ce moment qu'on doit se demander si tous ceux qui concourent aux souscriptions, en subordonnant à un concert réciproque leurs intérêts de prêteurs, ne formeraient pas par hasard, une véritable société au regard de celle, tout autre en son objet, et certainement plus ancienne, qui recourt à l'emprunt public »²⁴. Cette thèse, combattue en doctrine²⁵, correspondait néanmoins à une réalité économique

14. HUREAU G., Les pouvoirs des assemblées d'obligataires, thèse Paris, 1948, p. 2.

15. Sur l'assimilation du contrat d'émission à un contrat d'adhésion, v. DEMOGUE J., La protection des obligataires, Décret-loi du 30 octobre 1935, thèse Paris, Sirey, 1937, spéc. p. 103.

16. V. en ce sens JOURDAIN H., De la situation des obligataires en cas de liquidation amiable, de liquidation judiciaire ou de faillite de la société débitrice, thèse Paris, 1932, spéc. p. 41 ; DE VAUPLANE H., BOUERE J.-P., DEROUIN P., DESACHE J.-M., DUHAMEL A., MALINVAUD E., Titres et emprunts obligataires, Tome 1, RB éditions, 1998, spéc. p. 77 ; CHAMMAS L., SEVENNEC C., J.-Cl. Sociétés Traité, Fasc. 1870, Obligations : Généralités, Émissions, Souscription, avril 2018, spéc. n°9. Il en va bien sur différemment dans le cadre de certains financements structurés de type LBO où les conditions de souscription des obligations émises dans le cadre d'un « management packages » sont systématiquement négociées par l'équipe dirigeante de la société cible.

17. AZAM A., La protection des obligataires dans les sociétés anonymes, thèse Paris, 1922, p. 23.

18. HUREAU G., Les pouvoirs des assemblées d'obligataires, thèse Paris, 1948 p. 2.

19. AZENCOT F., La protection des porteurs obligataires, thèse Paris, 1938, p. 18.

20. AMIAUD A., Droits des obligataires en cas de faillite ou liquidation judiciaire de leur société, Rev. gén. des faillites 1936, p. 105.

21. C. com., L. 441-10.

22. AZENCOT F., La protection des porteurs obligataires, thèse Paris, 1938, spéc. p. 17.

23. JOURDAIN H., De la situation des obligataires en cas de liquidation amiable, de liquidation judiciaire ou de faillite de la société débitrice, thèse Paris, 1932, spéc. p. 34.

24. THALLER E., La construction du droit des obligataires sur la notion d'une société qui existerait entre eux, Ann. dr. com. 1894, p. 65.

25. V. par exemple en ce sens HUREAU G., Les pouvoirs des assemblées d'obligataires, thèse Paris, 1948, p. 2, qui qualifie cette construction de « hardie, et même excessive ».

indéniable²⁶. L'analogie s'est ensuite renforcée dès le début du XX^e siècle, lorsque les sociétés ont tenté d'échapper aux lois restrictives de la constitution du capital²⁷ en se procurant, grâce aux émissions obligataires, les capitaux nécessaires au démarrage de l'activité et à son développement. Instrument de financement non dilutif des droits des actionnaires préexistants²⁸, l'emprunt obligataire se présentait comme l'alternative idéale à l'augmentation de capital. Historiquement utilisé à des fins temporaires et imprévues, il s'est alors mué en un outil de quasi-fonds propres, donnant naissance à un véritable « capital-obligations » aux côtés du « capital-actions »²⁹. Si juridiquement, actions et obligations restaient profondément distinctes³⁰, économiquement il n'en fut plus de même; le créancier obligataire s'analysait désormais en un « créancier-associé »³¹.

Genèse du droit des obligataires

4. Développement d'une défense collective – En dehors de toute limitation légale de la somme globale à émettre, ce placement alors réputé être la panacée des placements du « bon père de famille »³², 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'illusoire³³ et les liquidations en chaîne devinrent légion. La fin du XIX^e siècle fut ainsi marquée par des scandales financiers majeurs où les obligataires, spoliés, se trouvèrent totalement démunis. L'on trouva alors des avocats pour plaider leur cause perdue³⁴ 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

26. *Ibid.*

27. WAHL A., Étude sur les droits communs des porteurs d'obligations en France, Bull. soc. lég. comp. 1901, p. 303.

28. CHAMMAS L., SEVENNEC C., J.-Cl. Sociétés Traité, Fasc. 1870, Obligations : Généralités, Émissions, Souscription, avril 2018, spéc. n° 11.

29. AZAM A., La protection des obligataires dans les sociétés anonymes, thèse Paris, 1922, spéc. p. 10.

30. Voir en ce sens la distinction proposée par AZAM A., La protection des obligataires dans les sociétés anonymes, thèse Paris, 1922, spéc. p. 15 – *Adde* CHAMMAS L., SEVENNEC C., J.-Cl. Sociétés Traité, Fasc. 1870, Obligations : Généralités, Émissions, Souscription, avril 2018, spéc. n° 11.

31. AZAM A., La protection des obligataires dans les sociétés anonymes, thèse Paris, 1922, spéc. p. 10.

32. L'emprunt obligataire, qui présente le mérite d'assurer un revenu fixe et un remboursement intégral du capital initial versé au terme définit du contrat, était alors considéré comme un placement financier stable et traditionnellement peu risqué, v. en ce sens CHAMMAS L., SEVENNEC C., J.-Cl. Sociétés Traité, Fasc. 1870, Obligations : Généralités, Émissions, Souscription, avril 2018, spéc. n° 2 et n° 9.

33. *Ibid.*

34. Voir en ce sens la diatribe de KREHER J., La défense des obligataires, thèse Lyon, Rousseau, 1938, spéc. p. 12, assez représentative de l'opinion publique de l'époque : « Grâce 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 ».