

**UNIVERSITÉ ROBERT SCHUMAN**  
**FACULTÉ DE DROIT, DE SCIENCES POLITIQUES ET DE GESTION**

**DEA DE DROIT DES AFFAIRES**

**Julia CALDEROLI**

**LE RÉAMENAGEMENT DES DETTES**  
**OBLIGATAIRES**

Sous la direction de Monsieur le Professeur Nicolas RONTCHEVSKY

-2004-

## **PRINCIPALES ABRÉVIATIONS**

|                   |                                                                   |
|-------------------|-------------------------------------------------------------------|
| Bull. civ.        | Bulletin des arrêts de la Cour de cassation, chambres civiles     |
| Bull. COB         | Bulletin mensuel de la Commission des opérations de bourse        |
| Bull. Joly        | Bulletin mensuel Joly                                             |
| Bull. Joly Bourse | Bulletin mensuel Joly bourse et produits financiers               |
| CA                | Arrêt d'une cour d'appel                                          |
| Cass.civ.         | Arrêt d'une chambre civile de la Cour de cassation                |
| Cass.com.         | Arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation           |
| Ch.               | Chambre                                                           |
| D.                | Recueil Dalloz                                                    |
| DP                | Recueil Dalloz Périodique                                         |
| Gaz. des trib.    | Gazette des tribunaux                                             |
| Gaz. soc.         | Gazette sociale                                                   |
| <i>Infra</i>      | Ci-dessous                                                        |
| JCPG              | Juris-Classeur périodique (semaine juridique), édition générale   |
| JCP éd.E          | Juris-Classeur périodique (semaine juridique), édition entreprise |
| J. soc.           | Journal Social                                                    |
| N°                | Numéro                                                            |
| Observ.           | Observations                                                      |
| p.                | Page                                                              |
| Pan.              | Panorama d'actualité                                              |
| Rev.proc.coll.    | Revue des procédures collectives                                  |
| Rev.sociétés      | Revue des sociétés                                                |
| RJcom.            | Revue de jurisprudence commerciale                                |
| RJDA              | Revue de jurisprudence de droit des affaires                      |
| RTD com.          | Revue trimestrielle de droit commercial                           |
| s.                | Suivant                                                           |
| Sect.             | Section                                                           |
| Suppl.            | Supplément                                                        |
| Som.              | Sommaires commentés (rubrique du Recueil Dalloz)                  |
| <i>Supra</i>      | Ci-dessus                                                         |
| T.com.            | Tribunal de commerce                                              |

## **SOMMAIRE**

### **TITRE 1. LES TECHNIQUES DE RÉAMÉNAGEMENT DE LA DETTE OBLIGATAIRE PAR SON ÉMETTEUR**

#### **CHAPITRE 1. LE RACHAT D'OBLIGATIONS**

*Section 1. Les modalités du rachat d'obligations*

*Section 2. Le déroulement et les effets de l'opération de rachat d'obligations*

#### **CHAPITRE 2. LA MODIFICATION DU CONTRAT D'ÉMISSION**

*Section 1. Le nécessaire regroupement des obligataires en une masse pour la modification du contrat d'émission*

*Section 2. L'intérêt du changement des modalités du contrat d'émission*

### **TITRE 2. LES LIMITES AU RÉAMÉNAGEMENT DE LA DETTE OBLIGATAIRE PAR SON ÉMETTEUR**

#### **CHAPITRE 1. LES LIMITES POSÉES PAR L'ARTICLE L 228-68 DU CODE DE COMMERCE**

*Section 1. L'interdiction d'accroître les charges des obligataires*

*Section 2. L'interdiction de rompre l'égalité entre les obligataires*

#### **CHAPITRE 2. L'ABUS DE MAJORITÉ**

*Section 1. L'application de la théorie de l'abus de majorité*

*Section 2. La prévention des abus : le retour souhaitable aux situations prévues par le décret-loi du 30 octobre 1935*

## INTRODUCTION

Les sociétés par actions peuvent recourir à de multiples moyens pour augmenter leur capacité de financement. Elles peuvent notamment augmenter leur capital social en émettant des actions ou encore emprunter en s'endettant. Elles ont alors le choix entre deux grands types d'emprunts, l'emprunt classique, non obligataire, et l'emprunt obligataire, qui est assis sur un grand nombre de valeurs mobilières, les obligations, émises à cette occasion par la société emprunteuse. L'emprunt obligataire peut se définir comme un contrat par lequel une personne morale (Etat, collectivité publique, entreprise publique ou privée) reçoit à titre de prêt une certaine somme d'argent de la part des souscripteurs des titres obligataires qu'elle a émis, ces titres donnant à leur titulaire le droit d'être remboursé à une échéance et dans des conditions fixées dans le contrat et de percevoir des intérêts rémunérateurs de leur prêt<sup>1</sup>.

L'idée de recourir à la technique de l'emprunt obligataire est apparue dès l'Ancien Régime. Celui-ci présentait l'avantage de procurer des ressources à long terme, de même qu'une augmentation de capital, mais sans altérer les prérogatives ni les droits politiques des anciens actionnaires. De plus, le développement des emprunts obligataires s'explique par des motifs conjoncturels<sup>2</sup>. En effet, le Conseil d'Etat ayant interdit la distribution de dividendes qui ne sont pas la conséquence de bénéfices réalisés par la société, les actions devenaient moins attractives car soumises aux aléas de l'entreprise. Les entreprises ont donc réutilisé à leur profit la technique des obligations, inventée par les personnes publiques, parce qu'à l'inverse des actions, elles offraient des revenus fixes et constants.

Mais ce n'est qu'à partir de la seconde moitié du XIX<sup>ème</sup> siècle que les sociétés ont eu recours massivement aux emprunts obligataires. La Compagnie de chemin de fer et le Crédit Foncier de France ont réuni par ce procédé d'emprunt des capitaux considérables. Cependant, à l'époque, l'émission de tels emprunts se développait en dehors de toute réglementation. La loi du 24 juillet 1867 ayant négligé leur existence, ils se sont introduits dans la société par le jeu de la liberté contractuelle. Le législateur s'étant aperçu que : « *la liberté contractuelle était une politique à la fois insuffisante et dangereuse* »<sup>3</sup>, il leur a fait une place dans le droit des sociétés par le décret-loi du 30 octobre 1935 relatif aux droits des obligataires d'un même

---

<sup>1</sup> J.-F. de Villeneuve, *Le dictionnaire technique de la bourse et des marchés financiers*, édition Soficom 2001-2002, p.203.

<sup>2</sup> A. Reygrobelle, *La notion de valeurs mobilières*, thèse Paris, 1995, n°101 p. 90.

<sup>3</sup> G. Ripert et R. Roblot, *Traité de droit commercial*, Tome 1 volume 2, Les sociétés commerciales, 18<sup>ème</sup> édition LGDJ, n° 1780, p. 529.

emprunt et à leur protection. Ainsi, la volonté du législateur était nette, il fallait protéger les obligataires, créanciers de la société émettrice.

Cette volonté de protection est plutôt atypique car le législateur est d'habitude plus enclin à protéger les débiteurs contre leurs créanciers<sup>4</sup>. Cependant elle se comprend du fait que l'obligataire n'est pas un créancier au sens habituel du terme.

L'emprunt obligataire a un aspect original ce qui a des conséquences sur les droits des souscripteurs. Tout en restant de prime abord créancier de la société, la situation de l'obligataire se trouve en quelque sorte au confluent de la situation d'un créancier social ordinaire et de la situation d'un actionnaire de la société en tant qu'il participe à la vie de la société lorsque ses intérêts sont en jeu.

L'action et l'obligation ont en commun d'être des valeurs mobilières, mais l'opposition classique entre l'action et l'obligation est établie d'un point de vue juridique : l'actionnaire est un associé, l'obligataire est un créancier. Les obligations peuvent se définir comme des titres négociables émis par une société ou une collectivité publique lors d'un emprunt, et représentatif de la créance de l'émetteur vis-à-vis de son prêteur, l'obligataire<sup>5</sup>. L'émetteur peut se définir quant à lui comme une personne morale à l'origine d'une création de titres qu'elle diffuse dans le public par voie de souscription<sup>6</sup>. Les obligations sont des valeurs mobilières représentant une créance à moyen ou long terme contre la société. A la différence de l'actionnaire qui effectue un apport et participe aux aléas de la vie sociale, l'obligataire n'a que la qualité de prêteur. Il lui sera servi un intérêt annuel, qui peut être fixe ou variable et aura droit au remboursement du capital prêté à l'échéance convenue.

Les obligations apparaissent donc pour les investisseurs moins risquées que les actions, leur remboursement est en effet prioritaire par rapport à celui des actions et il intervient à une échéance déterminée et non à la dissolution. Ne participant pas aux aléas de la vie de la société, l'obligataire ne devrait donc pas être soumis aux risques sociaux comme l'est un actionnaire. Les conditions originaires de l'emprunt obligataire n'ont, en principe, pas à être modifiées.

Cependant, les différences entre les valeurs mobilières représentant un titre de créance et celles représentant un titre de capital, qui étaient très nettes au XIX<sup>ème</sup> siècle, tendent

---

<sup>4</sup> G. Ripert et R. Roblot, *Traité de droit commercial*, Tome 1 volume 2, Les sociétés commerciales, 18<sup>ème</sup> édition LGDJ, n°1780, p. 530.

<sup>5</sup> J.-F. de Villeneuve, *Le dictionnaire technique de la bourse et des marchés financiers*, édition Soficom 2001-2002, p.381.

<sup>6</sup> J.-F. de Villeneuve, *Le dictionnaire technique de la bourse et des marchés financiers*, édition Soficom 2001-2002, p. 199.

aujourd'hui à s'estomper<sup>7</sup>. Les porteurs d'obligations font confiance à une société et lui apportent leurs capitaux exactement comme le font les actionnaires.

Sur le plan collectif, l'obligation est marquée par une dimension collective. L'emprunteur s'adresse à une collectivité d'investisseurs qui, à la suite de son offre, se rassemble pour une opération déterminée et dont la situation juridique se trouve régie par les mêmes dispositions contractuelles applicables à des titres identiques<sup>8</sup>. De même qu'une action est représentative d'une fraction du capital social, l'obligation correspond à la division du montant global d'un emprunt fait à des conditions déterminées. C'est ce qui ressort de la définition légale, codifiée dans le Code monétaire et financier, aux termes de laquelle, « *les obligations sont des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale* »<sup>9</sup>. Dans tous les cas, le titre est une coupure d'émission globale.

De plus, les obligataires sont groupés en une masse réunie en assemblée, à la manière des assemblées d'actionnaires, qui d'une part est compétente pour assurer la défense des obligataires et pour statuer sur les propositions de modification du contrat d'emprunt et qui, d'autre part, exerce une certaine influence sur la vie sociale car elle est amenée à donner son avis sur la modification des statuts de la société émettrice susceptible d'affecter et donc de modifier les droits des obligataires<sup>10</sup>.

Sur le plan individuel, les obligataires jouissent parfois d'un revenu qui, comme le dividende, varie avec le montant des bénéfices réalisés par la société. Dans d'autres cas, leurs titres peuvent, s'ils le désirent, être transformés en actions. En effet, depuis une trentaine d'années, les sociétés ont dû, pour attirer les épargnants, imaginer des formules d'obligations qui permettent de pallier les effets des fluctuations monétaires<sup>11</sup> qui affectent les contrats de longue durée. De plus, les sociétés se trouvent dans l'obligation permanente d'investir et donc de multiplier leurs fonds propres sans pour autant aggraver de façon trop lourde leur endettement, ni menacer les directions en place. D'où la création d'emprunt qui permet de les affranchir de la charge de leur remboursement. Les obligataires peuvent ainsi endosser le statut d'actionnaire, soit à la place, soit en plus du statut d'obligataire.

---

<sup>7</sup> Y. Guyon, *Droit des affaires*, Tome 1 Droit commercial général et sociétés, 12<sup>ème</sup> édition, n°756, p. 812.

<sup>8</sup> J.-P. Bouère, *Titres et emprunts obligataires*, Banque éditeur, 1998, n°44, p. 106

<sup>9</sup> Article L 213-5 du Code monétaire et financier.

<sup>10</sup> Article L 228-65 du Code de commerce.

<sup>11</sup> A. Reygrobelle, *La notion de valeurs mobilières*, thèse Paris, 1995, n°130, p.115.

Il est fait référence à l'obligation dans la section 3 du chapitre 5 de la loi du 24 juillet 1966 ; Sa nature juridique y est précisée : elle fait partie de la catégorie des valeurs mobilières.

La loi du 23 décembre 1988<sup>12</sup> relative aux organismes de placement collectif des valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créance dispose dans son article 1 que : « *sont considérés comme des valeurs mobilières pour l'application de la présente loi les titres émis par des personnes morales, publiques ou privées, transmissibles par inscription en compte ou tradition, qui confèrent des droits identiques par catégorie et donnent accès, directement ou indirectement, à une quotité du capital de la personne morale émettrice ou à un droit de créance général sur son patrimoine* ». Cette disposition est aujourd'hui codifiée à l'article L 211-2 du Code monétaire et financier. Cette loi, en proposant pour la première fois une définition générale des valeurs mobilières englobant aussi bien les actions que les obligations, tend à estomper la distinction entre « *les titres donnant accès, directement ou indirectement à une quotité du capital de la personne morale émettrice et les titres donnant accès à un droit de créance général sur son patrimoine* ». En effet, la présence de titres donnant accès « *indirectement* » au capital rend floue la frontière entre les titres donnant droit directement à une quote-part du capital de la société et les titres permettant aux obligataires de devenir à terme actionnaires.

Ainsi, le créancier obligataire comme tout porteur de part est « *associé* » à la vie de la société plus qu'un créancier ordinaire ne peut l'être. La société ne pourra donc pas faire abstraction de leur présence lorsqu'elle envisagera certaines opérations qui pourront avoir une incidence indirecte sur leur situation. Face à cela, en droit commun, les créanciers n'ont pas le droit de s'immiscer dans les affaires de leur débiteur tant que celui-ci est solvable<sup>13</sup>. Leur situation est donc comparable en ce sens à celle d'un actionnaire, exerçant une influence sur la vie sociale. Malgré cela, le porteur d'obligations paraît être fondamentalement créancier de la société. La société se trouve en situation de débitrice, chaque souscripteur s'engageant à verser une somme appelée taux d'émission et la société émettrice s'engageant à rembourser le montant nominal de l'obligation à l'échéance de l'emprunt et à verser des intérêts en attendant cette échéance. Cependant, des différences fondamentales le séparent de la qualité de créancier au sens habituel du terme. En effet, l'obligataire a ceci d'atypique qu'il n'est aux yeux de la société qu'un maillon de la chaîne formant l'emprunt obligataire. Bien que l'on ne voit

---

<sup>12</sup> Loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988.

<sup>13</sup> Cependant lorsque le débiteur est insolvable les créanciers ont la possibilité soit d'intenter une action oblique au nom et pour le compte de leurs débiteurs négligents, soit d'intenter une action paulienne par laquelle ils demandent en justice la révocation des actes d'appauvrissement accomplis en fraude de leurs droits par leurs débiteurs.

généralement dans l'émission d'obligations que le moyen de réaliser un contrat de prêt conclu entre les souscripteurs et la société, la société étant constituée<sup>14</sup> quand l'emprunt obligataire est émis, l'analyse ne se heurte à aucune difficulté quant à l'existence des créanciers et du débiteur, ce constat ne tient pas compte de l'unité de l'emprunt obligataire. Il n'y a qu'une seule dette mais une pluralité de souscripteurs. La doctrine a donc pu parler non pas d'obligataires mais de « *co-obligataires* »<sup>15</sup>. Ainsi, les créanciers obligataires étant nombreux<sup>16</sup> et le débiteur puissant, il était nécessaire de protéger les porteurs d'obligations tant au moment de la souscription que pendant toute la durée de l'emprunt.

L'accès au marché obligataire est sélectif, seuls certains protagonistes ayant la possibilité d'y accéder. Dans une optique de protéger la créance obligataire, la loi a posé des conditions strictes quant aux émissions d'obligations. De telles émissions n'étaient ouvertes qu'à trois catégories d'émetteurs privés jusqu'à l'ordonnance du 25 mars 2004<sup>17</sup> que sont les sociétés par actions, les GIE (groupements d'intérêts économiques) constitués uniquement de sociétés par actions et les associations ayant une activité économique<sup>18</sup>. Depuis cette ordonnance, les SàRL (société à responsabilité limitée) ont la possibilité d'émettre des obligations sans appel public à l'épargne<sup>19</sup>. Cependant, cette possibilité est encadrée car elle n'est offerte qu'à des SàRL d'une certaine taille. Le régime des émissions est le même que celui des émissions d'obligations émises par les sociétés par actions à l'exclusion des règles relatives à l'appel public à l'épargne. Les obligations émises par des SàRL sont nécessairement nominatives<sup>20</sup>. Par ailleurs, l'Etat et les collectivités territoriales peuvent émettre des titres obligataires.

Pour les sociétés par actions, il est exigé qu'elles aient au moins deux ans d'existence et qu'elles aient régulièrement établi et approuvé deux bilans. La loi NRE du 15 mai 2001 a permis une dérogation à cette règle à condition qu'il soit procédé à une vérification de sa situation financière<sup>21</sup>, et que leur capital soit entièrement libéré. De plus, les sociétés nouvellement constituées peuvent émettre des obligations si elles obtiennent une garantie soit de l'Etat ou d'une collectivité publique, soit d'une société remplissant les conditions pour

---

<sup>14</sup> Article L 228-39 alinéa 1 du Code de commerce : « *l'émission d'obligations n'est permise qu'aux sociétés par actions ayant deux années d'existence et qui ont établi deux bilans régulièrement approuvés par les actionnaires* ».

<sup>15</sup> G. Hureau, *Les pouvoirs des assemblées d'obligataires*, thèse Paris, 1948, p.1.

<sup>16</sup> Y. Guyon, *Droit des affaires*, Tome 1 Droit commercial général et sociétés, 12<sup>ème</sup> édition, n°755, p. 811.

<sup>17</sup> Ordonnance du 25 mars 2004 publiée au Journal officiel du 27 mars 2004, prise selon la loi d'habilitation du 2 juillet 2003.

<sup>18</sup> Depuis la loi du 11 juillet 1985, intégrée aux articles L.213-8 et suivant du Code monétaire et financier.

<sup>19</sup> A. Lienhard, *Les assouplissements du régime de la SàRL (ordonnance du 25 mars 2004)*, D. 2004, p. 930.

<sup>20</sup> Article L 223-11 du Code de commerce.

<sup>21</sup> Article L 228-39 alinéa 1 du Code de commerce.

émettre elle-même des obligations. Bien que vague, ce terme de garantie devrait obliger l'organisme garant à rembourser l'emprunt et payer les intérêts en cas de défaillance de l'émettrice<sup>22</sup>.

Avant l'ordonnance 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières, l'assemblée générale ordinaire des actionnaires avait seule la qualité pour décider l'émission d'obligations<sup>23</sup>. Mais elle pouvait déléguer au conseil d'administration ou au directoire le pouvoir de procéder à l'émission en une ou plusieurs fois et d'en arrêter les modalités : l'émission devait être réalisée dans un délai de cinq ans. Depuis l'ordonnance du 24 juin 2004, l'article L 228-40 du Code de commerce donne compétence directement au conseil d'administration, au directoire et aux gérants pour décider ou autoriser l'émission d'obligations, sauf dans le cas où les statuts réserveraient un tel pouvoir à l'assemblée générale des actionnaires. Ces différents organes ont néanmoins toujours la possibilité de déléguer cette compétence. Par exception, l'émission d'obligations convertibles, ou d'obligations échangeables contre des actions, ou d'obligations avec bons de souscription d'actions, doit être autorisée par l'assemblée générale extraordinaire, sur le rapport du conseil d'administration ou du directoire, et sur le rapport spécial des commissaires aux comptes.

Toutes ces conditions d'émission ne sont pas anodines pour l'investisseur ou l'épargnant, elles constituent autant de garanties pour celui-ci de pouvoir recouvrer sa créance. Ceci s'inscrit donc au cœur de notre étude. Ces différentes garanties sont en principe mises en place afin d'éviter des difficultés de paiement à la société émettrice ainsi que pour assurer le paiement des souscripteurs. Cependant, ces mesures sont parfois insuffisantes et la société émettrice se retrouve alors face à un endettement important auquel elle ne peut faire front qu'en procédant au réaménagement de sa dette. La dette peut se définir comme l'obligation en vertu de laquelle une personne, nommée débiteur, est tenue envers une autre, nommée créancier, d'accomplir une prestation<sup>24</sup>. L'endettement et le désendettement sont des notions que l'on retrouve dans de nombreux domaines : « *L'endettement constitue un rapport de dette en vertu duquel une personne doit accomplir une prestation vis-à-vis d'une autre personne ; il correspond ainsi à une action, consistant à s'engager juridiquement à contracter des dettes. L'endettement est ainsi marqué par le temps, puisque la relation de dette s'inscrit dans la*

---

<sup>22</sup> P. Le Cannu, *Droit des sociétés*, édition Montchrestien, n°1083, p. 685.

<sup>23</sup> Article L 228-40 du Code de commerce.

<sup>24</sup> G. Cornu, *Vocabulaire juridique*, Association Henri Capitant, édition PUF, p. 267.

*continuité et perdure à partir du moment où le débiteur contracte l'obligation de payer et jusqu'à l'instant où il s'en acquitte »<sup>25</sup>.*

Au sein d'une société, l'endettement peut passer par divers procédés dont celui de l'émission d'obligations. Lorsque la société ne sera plus apte à faire face à cet endettement, elle devra soit déposer le bilan, soit procéder au réaménagement de sa dette. Pour procéder au réaménagement de sa dette, la société peut choisir de racheter une partie des obligations qu'elle avait précédemment émises ou encore procéder à la modification du contrat d'émission initialement prévu (Titre 1). Le réaménagement de sa dette par un émetteur reste cependant fortement encadré et il ne peut y être procédé de façon discrétionnaire. En effet, il est interdit à l'émetteur d'accroître les charges des obligataires ainsi que de rompre l'égalité entre ces derniers. Il est nécessaire, en outre, de contrôler qu'aucun abus de majorité ne soit commis au sein de l'assemblée des obligataires (Titre 2).

**Titre 1. Les techniques de réaménagement de la dette obligataire par son émetteur**

**Titre 2. Les limites au réaménagement de la dette obligataire par son émetteur**

---

<sup>25</sup> S. Gjidara, *l'endettement et le droit privé*, LGDJ, thèse Paris, p. 41.

# **Titre 1. Les techniques de réaménagement de la dette obligataire par son émetteur**

Pour réaménager sa dette, la société émettrice peut avoir recours à différentes techniques.

Il s'agit, tout d'abord, du rachat d'obligations par l'émetteur par voie d'offre publique de rachat ou par rachats en bourse, ensuite de la modification du contrat d'émission et enfin des offres d'actions aux obligataires en échange de l'apport de leurs obligations. Mais cette dernière technique n'est que peu utilisée. Elle consiste à offrir aux obligataires un nombre plus important d'actions en échange de l'apport de leurs obligations. Ce procédé n'est possible que sous la double condition suspensive de l'autorisation par l'assemblée générale des actionnaires, de l'émission d'actions nouvelles remises en échange des obligations à l'issue de l'offre, et de l'approbation par la masse des porteurs d'obligations convertibles de la suppression du droit préférentiel de souscription aux actions nouvelles supplémentaires à émettre. Cette procédure permet d'augmenter les fonds propres et de réduire la dette financière. Elle est cependant peu utilisée car la procédure est lourde et ne peut s'appliquer qu'à des obligations donnant accès au capital. C'est pour cette raison que nous ne développerons que les deux autres techniques de restructuration de la dette.

Nous aborderons, dans un premier temps, le rachat d'obligations (chapitre 1), pour examiner, dans un second temps, la modification du contrat d'émission (chapitre 2).

## **Chapitre 1. Le rachat d'obligations**

## **Chapitre 2. La modification du contrat d'émission**

## **Chapitre 1. Le rachat d'obligations**

Le rachat de ses propres obligations par une société constitue une des modalités de remboursement de l'obligataire. D'autres modalités de remboursement existent à savoir, tout d'abord, le remboursement en totalité à l'échéance encore appelé amortissement *in fine*, ensuite le remboursement par amortissement. Ce dernier type de remboursement peut se faire soit par fractions égales du capital, ce qui consiste à affecter chaque année, pendant toute la durée de l'emprunt, une somme égale pour l'amortissement, soit par annuités constantes comprenant intérêts et capital, soit enfin au moyen d'annuités croissantes ou décroissantes, c'est-à-dire que la dette pèsera plus ou moins lourdement sur les premières ou les dernières années.

Les contrats d'émission peuvent enfin réserver à l'émetteur une faculté d'amortissement anticipé ce qui est défavorable pour l'investisseur. Le rachat d'obligations, que nous allons à présent étudier, peut s'analyser comme un amortissement anticipé, étant donné que l'émetteur rachète les obligations avant la fin du remboursement normal. Cependant une différence existe puisque le remboursement anticipé peut être imposé à l'obligataire si une telle hypothèse a été prévue dans le contrat d'émission, alors que le rachat ne peut jamais lui être imposé. Afin de mieux comprendre ce mode de restructuration de la dette, nous aborderons tout d'abord les modalités du rachat d'obligations (section 1), pour voir ensuite quels en sont le déroulement et les effets (section 2).

### **Section 1. Les modalités du rachat d'obligations**

Le remboursement par rachat d'obligations est une technique de plus en plus utilisée, et ce notamment par les sociétés qui ont des difficultés financières et qui ne peuvent ainsi faire face à la lourde dette que représentent les obligations. Il peut être, selon la conjoncture économique, plus intéressant pour une société de racheter immédiatement ses obligations plutôt que de laisser courir les intérêts. Afin d'examiner ce procédé de remboursement, nous aborderons tout d'abord les généralités sur le rachat (paragraphe 1), pour nous attarder ensuite sur l'information qui doit être fournie par la société émettrice (paragraphe 2).

## **§1. Généralités sur le rachat**

Le rachat de ses propres titres par une société est une notion complexe. Le verbe acheter signifie « *obtenir, se procurer quelque chose en payant* ». Le préfixe « *re* » a pour rôle de marquer la répétition d'une action ou d'indiquer un mouvement rétrograde, le retour à un ancien état. En conséquence, le rachat par une société de ses propres droits sociaux, et en l'espèce de ses obligations, peut être défini comme l'acquisition dérivée, à titre particulier et onéreux, de ses propres droits sociaux par une société<sup>26</sup>. La notion de rachat implique le paiement d'une dette ou la suppression d'une charge.

Le rachat est donc une opération par laquelle le vendeur d'une chose se porte à nouveau acquéreur de cette chose entre les mains de celui auquel il l'avait cédée et qui a pour objet et effet de faire revenir cette même chose en nature entre ses mains, moyennant le versement du prix et, le cas échéant, d'une indemnité<sup>27</sup>.

Cette procédure de rachat en bourse doit être prévue par le contrat d'émission. Celui-ci doit, en effet, contenir l'autorisation pour l'émetteur d'amortir par anticipation sa dette. La précision des clauses du contrat d'émission revêt une grande importance afin de connaître la manière dont seront imputés les rachats en bourse et la quantité d'obligations que la société sera autorisée à acheter. Si des limitations existent quant à la quantité autorisée à racheter, celles-ci doivent être respectées. Dans l'hypothèse où le contrat d'émission ne prévoit pas la possibilité pour la société de racheter ses propres obligations, celle-ci peut consulter la masse des obligataires, réunie en assemblée générale, afin de lui proposer une modification du contrat d'émission<sup>28</sup>. Si la modification est acceptée, il sera possible d'insérer une nouvelle clause dans le contrat qui permettra le rachat en bourse.

Deux possibilités sont offertes à la société pour racheter ses obligations. Celle-ci peut, d'une part, procéder par rachat de blocs sur le marché, c'est-à-dire de plus de la moitié d'une ligne obligataire. Une ligne obligataire représente l'ensemble des titres émis par une même société et de même catégorie détenu dans un portefeuille de valeurs mobilières<sup>29</sup>. La société émettrice peut, d'autre part, procéder par offre publique de rachat ou d'échange, c'est-à-dire que la société va proposer à ses obligataires le rachat d'une partie de leurs titres de créance pour les annuler ensuite.

---

<sup>26</sup> R. Mortier, *le rachat par une société de ses propres droits sociaux*, Dalloz 2003, n°3, p.3.

<sup>27</sup> G. Cornu, *Vocabulaire juridique*, Association Henri Capitant, PUF 4<sup>ème</sup> édition, p. 663.

<sup>28</sup> Article L 228-65 du Code de commerce.

<sup>29</sup> J.-F. de Villeneuve, *Le dictionnaire technique de la bourse et des marchés financiers*, édition Soficom 2001-2002, p. 311.

L'article L 228-7 du Code de commerce prévoit que : « *Les obligations rachetées, par la société émettrice, ainsi que les obligations sorties au tirage et remboursées, sont annulées et ne peuvent être remises en circulation* ». Cela semble logique car la société ne peut pas être à la fois débitrice et créancière, il y a extinction de la créance par confusion. De plus, comme nous le verrons dans nos développements ultérieurs<sup>30</sup>, il serait choquant que la société puisse conserver les obligations qu'elle avait précédemment émises et qu'elle puisse les utiliser pour voter.

Le contrat d'émission doit donc contenir la possibilité pour la société de procéder au rachat de ses propres obligations, ce qui permet une protection minimale de l'obligataire. Il est exigé en outre, pour que le rachat en bourse soit licite, que la société informe les obligataires des modalités du rachat.

## **§ 2. L'information à fournir au public**

L'information que la société émettrice doit donner au public varie en fonction de la modalité choisie par celle-ci. En effet, quand elle procède à un rachat d'obligations par le biais d'offre publique, les obligations pesant sur elle sont plus lourdes que lorsqu'elle procède à un rachat de bloc d'obligations.

Concernant le rachat en bourse de bloc d'obligations, la Commission des opérations de bourse<sup>31</sup> a précisé que les sociétés faisant appel à l'épargne qui se réservent dans leur contrat d'émission la possibilité de procéder à des amortissements anticipés doivent, d'une part, insérer dans leur note d'information diverses mentions tendant à améliorer l'information des souscripteurs quant aux modalités pratiques de ces amortissements anticipés, d'autre part, faire connaître chaque année par un avis à la cote, dans les jours suivant le tirage au sort, le nombre de titres rachetés en bourse et imputés sur la prochaine échéance, ainsi que le nombre total de titres rachetés en bourse durant la période précédente et le nombre cumulé de titres qui ont été affectés à l'amortissement anticipé.

Concernant le rachat en bourse par le biais d'offre publique, le règlement COB n°2002-04 du 22 avril 2004 relatif aux offres publiques d'acquisition portant sur des instruments financiers négociés sur un marché réglementé<sup>32</sup> prévoit un mécanisme indirect d'appréciation des conditions financières de l'offre par l'insertion dans la note d'information de l'avis d'un

---

<sup>30</sup> Voir *infra* p.33 et 35.

<sup>31</sup> Bull. COB, janvier 1986 n°188 p. 4 ; décembre 1986 n° 198, p.12.

<sup>32</sup> [www.amf-France.org](http://www.amf-France.org).

expert indépendant ou de l'opinion de la banque présentatrice. Pour les titres de créance donnant accès au capital, c'était anciennement le Conseil des marchés financiers qui donnait son avis pour la recevabilité de l'offre. Aujourd'hui la commission des opérations de bourse et le conseil des marchés financiers ayant fusionné pour donner l'Autorité des marchés financiers, la distinction n'a plus lieu d'être. En définitive, il est nécessaire d'informer le public de manière claire et complète, non seulement sur les conditions du rachat ou de l'échange proposé mais aussi sur toutes les conséquences envisageables.

Le rachat d'obligations apparaît donc comme une opération complexe et entourée de nombreuses contraintes. Afin de mieux la comprendre, il convient d'étudier, à présent le déroulement ainsi que les effets de celle-ci.

## **Section 2. Le déroulement et les effets de l'opération de rachat d'obligations**

Le titre de créance que représente une obligation n'est pas intimement lié à l'existence de la société, il ne participe pas à la création de la société. En conséquence, l'achat par la société de ses titres n'est pas susceptible de porter atteinte à la personne morale. Afin de comprendre le procédé de rachat par une société de ses propres titres de créance, il convient d'envisager tout d'abord le déroulement de l'opération (paragraphe 1), pour en analyser ensuite les effets (paragraphe 2).

### **§ 1. Déroulement de l'opération**

L'opération de rachat de ses propres obligations par une société fait appel à des techniques du droit civil. On verra, tout d'abord, que le rachat peut s'analyser comme une cession de créance (A), cession de créance qui entraînera l'extinction de la créance par le mécanisme de la confusion du fait de la double qualité de créancier et de débiteur que revêtira la société émettrice (B).

## **A. Le rachat, une cession de créance**

La cession de créance se définit comme une convention en vertu de laquelle le créancier cédant transmet au cessionnaire sa créance contre le débiteur cédé<sup>33</sup>.

L'achat par la société de ses propres titres de créances n'est autre qu'une cession de créance dans laquelle la société revêt la position de cessionnaire ainsi que de débiteur cédé. En effet, l'achat par la société de ses propres titres suppose d'une part, un transfert juridique de la propriété du titre à la société et d'autre part, l'existence d'une contrepartie versée au titulaire du titre racheté. Lorsque l'objet du transfert est une créance, l'opération s'analyse en une cession de créance.

Le problème qui se pose alors est de savoir s'il est possible que le cessionnaire revête également la qualité de débiteur à la cession. Rien ne semble s'opposer à ce que la cession de créance se produise au profit du débiteur, aucune interdiction n'est en effet présente à ce sujet dans la loi. Comme nous le verrons plus tard<sup>34</sup>, l'emprunt obligataire a un caractère collectif, nous pouvons donc nous demander si cela ne représente pas un obstacle à l'achat de chacune des obligations de manière isolée. On peut noter que le caractère collectif de l'emprunt comprend des limites et notamment celle du droit de cession individuel du titre par l'obligataire. Le caractère collectif de l'emprunt n'engendre pas pour autant une indivisibilité entre les titres, la société peut donc procéder à l'achat d'une fraction seulement de la créance globale.

On voit que le rachat par la société de ses propres obligations peut donc s'analyser en une cession de créance où la société se positionne à la fois en débiteur et en créancier. Ce cumul de qualités conduit à l'extinction de la créance par confusion.

## **B. La confusion de la qualité de débiteur et de créancier**

Lorsque la société rachète les obligations qu'elle avait précédemment émises, elle devient titulaire de la créance de remboursement. Elle va réunir les qualités de créancier et de débiteur, ce qui entraîne selon l'article 1300<sup>35</sup> du Code civil l'extinction de la créance par

---

<sup>33</sup> G. Cornu, *Vocabulaire juridique*, Association Henri Capitant, édition PUF, p. 125.

<sup>34</sup> Voir *infra* p. 27.

<sup>35</sup> Article 1300 du Code civil : « Lorsque les qualités de créancier et de débiteur se réunissent dans la même personne, il se fait une confusion de droit qui éteint les deux créances ».

confusion. La confusion se définit comme la réunion en la même personne des qualités de créancier et de débiteur qui entraîne l'extinction de l'obligation<sup>36</sup>.

La confusion est donc un mode d'extinction d'une situation juridique, seule la répartition sur deux personnes différentes de ces qualités contraires pourrait entraîner le maintien de la situation juridique. En l'espèce, une même qualité pèse sur la société ce qui entraîne, nécessairement, l'extinction des obligations rachetées.

Le problème du caractère collectif de l'emprunt obligataire se pose à nouveau ici. En effet, le caractère collectif ne met-il pas un frein au procédé de la confusion ? N'est-il pas un obstacle à la réunion des qualités de débiteur et de créancier en la personne de la société émettrice ?

Il faut ici considérer que la société a en quelque sorte contracté un emprunt avec chaque porteur à hauteur du nominal de ses titres. Dans ce cas, chaque remboursement d'une obligation par la société émettrice a pour effet d'éteindre la dette à hauteur du nominal de l'obligation. Par conséquent, la confusion qui représente un paiement de la dette peut se produire à l'occasion de chaque obligation rachetée.

La confusion, selon l'article 1234 du Code civil, représente une cause d'extinction des obligations, celle-ci entraîne une extinction du droit. L'achat par la société de ses obligations emporte donc, de manière automatique, l'extinction du titre.

Le déroulement de l'opération de rachat d'obligations consiste donc en un cumul de procédés empruntés au droit civil. Il convient à présent d'étudier les effets de cette opération.

## ***§ 2. Effets de l'opération de rachat***

L'opération de rachat par une société de ses propres obligations est une opération complexe puisqu'elle va entraîner non seulement un bouleversement du tableau d'amortissement (A), mais aussi modifier la dette de la société qui y procède (B).

### **A. Sur le tableau d'amortissement**

La modification du tableau d'amortissement se traduit essentiellement par la modification de la durée de l'emprunt.

---

<sup>36</sup> G. Cornu, *Vocabulaire juridique*, Association Henri Capitant, édition PUF, p. 183.

L'amortissement anticipé d'un emprunt obligataire, par rachat en bourse, peut avoir pour effet de modifier son cours lorsque l'imputation des titres rachetés sur les annuités restantes modifie la durée de vie moyenne d'une émission. Afin de permettre aux porteurs d'obligations de connaître en permanence l'encours et la durée de vie des titres en circulation, la Commission des opérations de bourse<sup>37</sup> a demandé aux émetteurs de publier les modalités prévues pour l'imputation des amortissements anticipés et les amortissements effectivement pratiqués.

La Commission des opérations de bourse a recommandé aux émetteurs de préciser dans les contrats d'émission les modalités selon lesquelles ils entendent imputer les titres amortis par anticipation.

Trois techniques avaient alors été proposées par la Commission des opérations de bourse :

- l'imputation sur les dernières annuités à partir de la dernière, dans la limite de la moitié des titres amortis chaque année ;
- l'imputation sans limitation sur les dernières annuités jusqu'à concurrence d'une ou plusieurs annuités terminales ;
- l'imputation proportionnelle sur les annuités restantes dans la limite de la moitié des titres à amortir chaque année.

L'imputation des titres achetés doit être strictement conforme à celle prévue dans le contrat d'émission. Seule une assemblée de la masse des obligataires pourrait modifier les modalités d'imputation prévues lors de l'émission.

Le rachat a donc des effets importants sur le tableau d'amortissement, ce qui entraîne souvent des bouleversements dans la durée de l'emprunt obligataire. D'autres effets sont également à noter concernant la dette de la société.

## **B. Sur la dette de la société**

Le rachat est parfois pour la société plus avantageux que le procédé de l'amortissement normal. La société peut en effet racheter ses obligations en bourse ou hors bourse à un cours inférieur à leur valeur nominale. Elle économise ainsi la différence entre le prix d'émission qu'elle a reçu et le prix du rachat.

---

<sup>37</sup> Bull.COB, décembre 1986, n°198, p.12.

Le rachat par une société de ses obligations va permettre à celle-ci de réaliser une économie sur les intérêts restant à courir, mais aussi de proposer un prix en référence au cours de bourse au moment de l'opération comportant une décote souvent importante par rapport à la valeur d'amortissement normale de l'obligation, telle que prévue dans le contrat d'émission.

Pour que le rachat soit intéressant pour la société, il faut qu'elle y procède en période de hausse du taux de l'intérêt. En effet, la hausse du taux de l'intérêt provoque une baisse des cours des obligations émises dans le passé à un taux inférieur à celui du marché financier au moment de l'opération de rachat. Il suffit à la société de doser ses achats en bourse pour que les cours restent favorables à la réalisation de l'opération. En effet, si la société procède à un rachat massif de titres, le cours de ceux-ci augmentera et la société ne trouvera pas ou peu d'intérêt à l'opération.

Lorsque le rachat des obligations se fait au-dessous du pair, c'est-à-dire au-dessous de la valeur nominale de l'obligation, cela permet à la société d'annuler une ou plusieurs annuités terminales et ainsi de réduire la durée de l'émission ainsi que d'abaisser le coût de revient de l'emprunt obligataire.

Ainsi, la société Olitec a lancé en juillet 2002 une offre publique d'achat sur les obligations convertibles au prix de 120 euros alors que l'amortissement normal était au prix de 228,52 euros au 1<sup>er</sup> janvier 2004. Olitec a acquis sur le marché 68% des titres restant en circulation<sup>38</sup>.

Le rachat d'obligations peut également avoir un autre intérêt pour la société : il peut permettre à celle-ci de substituer à des obligations, dont le taux d'intérêt est très élevé, un autre emprunt moins onéreux. Si la société a emprunté il y a quelques années à un intérêt élevé, elle peut avoir un avantage à racheter ses obligations, soit au pair, soit même au-dessus du pair, quitte à émettre un nouvel emprunt productif d'un intérêt plus modéré.

Le rachat par une société des obligations qu'elle avait précédemment émises présente donc un réel intérêt pour celle-ci. Ce procédé lui permet en effet de se défaire d'un emprunt long et coûteux ou tout au moins d'une partie de celui-ci. Si la société connaît des difficultés, elle pourra ainsi se redresser. De même, le rachat peut présenter un intérêt pour l'obligataire : celui-ci a tout intérêt à se faire rembourser une moindre somme, immédiatement, que rien du tout par la suite.

La société, pour réaménager sa dette, dispose d'une autre technique, à savoir la modification de son emprunt obligataire.

---

<sup>38</sup> *Rapport annuel de la COB 2002*, chapitre 3 : la protection des investisseurs, p. 93.

## **Chapitre 2. La modification du contrat d'émission**

A l'heure actuelle, de nombreuses sociétés émettent des obligations qui constituent un mode de financement intéressant. Ces sociétés qui ont émis il y a quelques années des obligations simples ou complexes (donnant accès au capital) vont parfois, comme nous l'avons vu précédemment, être en difficulté pour leur remboursement ou encore n'avoir aucune chance de voir leurs obligations converties en actions du fait du faible cours de bourse de l'action.

Pour faire face à ses difficultés, la société peut, outre le rachat de ses obligations, procéder à une modification de son emprunt obligataire.

La modification se définit comme « *le changement qui se fait dans une chose* »<sup>39</sup>. En l'espèce la société procédera donc à un changement dans le contrat d'émission initial. Cette modification du contrat d'émission, prévue par l'article L 228-65 du Code de commerce, peut entraîner un bouleversement de l'emprunt. Ce phénomène poussera les obligataires à la conversion en cas d'obligations donnant accès au capital, les conditions du contrat d'émission étant plus dures, ou permettra à la société d'alléger sa dette ou encore d'en allonger la durée pour y faire face ultérieurement.

L'article 1134<sup>40</sup> du Code civil d'après lequel les conventions légalement formées ne peuvent, de droit commun, être modifiées que du consentement de tous les intéressés ne trouve pas à s'appliquer dans tous ses éléments lorsque les parties à l'emprunt obligataire envisagent une modification de celui-ci. Comme nous le verrons ultérieurement<sup>41</sup>, le contrat d'émission, bien qu'il ait une structure contractuelle, a cette particularité d'être de nature collective et de représenter ainsi une dette unique. Alors que le droit commun des contrats imposerait le consentement de chaque partie pour la modification du contrat, la loi substitue ici un consentement de la masse obligataire à la majorité.

Pour qu'une modification du contrat d'émission initial s'opère, il est indispensable que la masse des obligataires ait donné son consentement à défaut, la société ne pourra procéder au réaménagement de son emprunt obligataire (section 1). Ce dernier ne présente d'intérêt que dans l'hypothèse où les changements proposés sont de nature à permettre un redressement de la société (section 2).

---

<sup>39</sup> C. Dubois, *dictionnaire en deux volumes*, tome 2, Larousse, p. 927.

<sup>40</sup> Article 1134 du Code civil : « *Les conventions légalement formées tiennent lieu de loi à ceux qui les ont faites. Elles ne peuvent être révoquées que de leur consentement mutuel, ou pour les causes que la loi autorise. Elles doivent être exécutées de bonne foi* ».

<sup>41</sup> Voir *infra* p.27 et p. 41.

## **Section 1. Le nécessaire regroupement des obligataires en une masse pour la modification du contrat d'émission**

La masse des obligataires, notion qui a été mise en place par le décret-loi du 30 octobre 1935, est un terme qui a été emprunté au droit de la faillite<sup>42</sup> et qui avait déjà été employé pour les parts de fondateurs dans la loi du 23 janvier 1929.

La masse regroupe tous les porteurs d'obligations d'une même émission<sup>43</sup> et représente un moyen d'expression pour les obligataires qui se regroupent au travers des assemblées générales. Ces dernières peuvent être réunies à toute époque<sup>44</sup>. Elles peuvent être convoquées par plusieurs corps de personnes, à savoir les représentants de la société émettrice, les représentants de la masse ou encore les obligataires réunissant au moins le trentième des titres d'une masse.

Ce regroupement d'obligataires est nécessaire afin de procéder à une modification du contrat d'émission. Il est en effet inconcevable que la société y procède de manière unilatérale et discrétionnaire.

Pour la société, cette masse facilite le processus de modification du contrat initial. Ce regroupement évite de procéder à une obtention de l'accord de chaque obligataire en procédant à l'obtention d'un accord de la communauté dont certains obligataires sont exclus (paragraphe 1).

Les pouvoirs de la masse sont étendus, et la dichotomie classique entre assemblée ordinaire et assemblée extraordinaire ayant été supprimée, il est aujourd'hui plus aisé d'adopter des résolutions (paragraphe 2).

### **§ 1. Utilité et composition de la masse**

Selon l'article L 228-46 du Code de commerce, les obligataires d'une même émission ou d'émissions de titres conférant des droits identiques sont réunis en une masse dotée de la personnalité juridique. Tout obligataire fait partie de la masse relative à son emprunt.

Pour permettre aux obligataires de participer en connaissance de cause aux délibérations des assemblées de la masse, ainsi que pour mieux défendre leurs intérêts communs, l'article

---

<sup>42</sup> Cette notion de masse a cependant été abandonnée en la matière en 1985.

<sup>43</sup> Article L 228-46 du Code de commerce : « Les porteurs d'obligations d'une même émission sont groupés de plein droit pour la défense de leurs intérêts communs, en une masse qui jouit de la personnalité civile. »

<sup>44</sup> Article L 228-58 du Code de commerce.

L 228-69 du Code de commerce prévoit à leur profit un droit de communication semblable à celui des actionnaires. L'obligataire peut, dans le délai de quinze jours précédant la réunion, prendre connaissance des résolutions qui seront proposées et des rapports qui seront présentés lors de l'assemblée. Il peut également, à toute époque de l'année, obtenir communication des procès verbaux et des feuilles de présence des assemblées générales de la masse à laquelle il appartient. L'obligataire bénéficie, en outre, d'un droit de vote à l'assemblée de la masse. L'exposé des généralités concernant la masse (A) précédera l'analyse de la composition de la masse (B).

## **A. Généralités sur la masse des obligataires**

Il convient d'étudier d'abord la masse en analysant son évolution ainsi que sa constitution (1), pour nous intéresser ensuite à l'utilité qu'elle représente pour l'obligataire ainsi que pour la société (2).

### **1. Evolution et constitution de la masse**

Nous étudierons dans un premier temps l'évolution de la masse (a), pour examiner ensuite dans quelles circonstances celle-ci se constitue et se met en place (b).

#### **a. L'évolution de la masse**

Le développement important des obligations à la fin du XIX<sup>ème</sup> et au début du XX<sup>ème</sup> siècle a posé un problème concernant les groupements d'obligataires. En effet, le défaut d'organisation collective interdisait à la société de procéder à toute modification de l'emprunt ou encore d'obtenir le consentement des obligataires pour des opérations essentielles à la société.

La nécessité de constituer des groupements d'obligataires s'est donc fait ressentir très tôt<sup>45</sup>. Généralement, la banque chargée du placement des titres faisait signer à tous les souscripteurs un contrat d'adhésion à un groupement qualifié de société civile. Celle-ci n'ayant aucun bien et ne poursuivant pas la recherche de bénéfices ne pouvait recevoir la qualification juridique de société et était placée sous le régime de la liberté contractuelle. La nature juridique de ce

---

<sup>45</sup> G. Cohendy, *Faut-il réglementer légalement les groupements d'obligataires ?*, Revue des sociétés, juin 1930, p. 233.

type de groupement s'apparentait plutôt à un mandat, à une stipulation pour autrui ou à une association<sup>46</sup>.

Tous les problèmes n'ayant pu être palliés par ce type de groupement, le législateur est intervenu à deux reprises pour donner aux groupements d'obligataires une structure légale<sup>47</sup>, avant que le décret-loi du 30 octobre 1935 relatif à la protection des obligataires n'opère une réforme générale du statut des obligataires. Ce décret-loi donne à leurs groupements une réglementation légale.

Le décret-loi de 1935 prévoyait dans son article 10 que les porteurs d'obligations pouvaient se regrouper en une masse. La majorité des auteurs<sup>48</sup> en déduisait l'absence de caractère obligatoire.

Les dispositions de ce texte ont pour la plupart été reprises par la loi du 24 juillet 1966 et sont insérées aujourd'hui dans le Code de commerce.

Ces textes regroupent les obligataires en une masse et les réunissent en assemblée générale.

Aujourd'hui l'article L 228-46 du Code de commerce ne laisse subsister aucune ambiguïté : « *Les porteurs d'obligations d'une même émission sont groupés de plein droit, pour la défense de leurs intérêts communs, en une masse qui jouit de la personnalité civile* ».

Ainsi, elle revêt un caractère légal obligatoire, et regroupe tous les porteurs d'obligations d'une même émission.

L'article L 228-90 du Code de commerce précise qu'en cas d'émissions successives d'obligations, la société peut, lorsqu'une clause de chaque contrat d'émission le prévoit, grouper en une masse unique les porteurs d'obligations ayant des droits identiques. Elle dispose de la personnalité juridique (titulaires de droits et sujets d'obligations) et ne correspond à aucun contrat du Code civil.

Ce groupement n'est à proprement parlé ni une association puisque son but n'est pas désintéressé, ni une société puisque les obligataires ne réalisent en se groupant aucun bénéfice ni même aucune économie. Il faut donc admettre que la masse est un groupement légal *sui generis*<sup>49</sup>, c'est-à-dire de « *son propre genre* », qui ne peut être classée dans aucune catégorie déjà connue.

---

<sup>46</sup> G. Ripert et R. Roblot, *Traité de droit commercial*, tome 1 volume 2, Les sociétés commerciales, 18<sup>ème</sup> édition, LGDJ, p. 549.

<sup>47</sup> Loi du 2 juillet 1919 sur le règlement transactionnel et Loi du 20 juillet 1934 sur la liquidation de la Compagnie Transatlantique.

<sup>48</sup> J. Kréher, *La défense des obligataires*, thèse Lyon, 1938 ; J. Demogue, *La protection des obligataires*, thèse Paris, 1937.

<sup>49</sup> J. Kréher, *La défense des obligataires*, thèse Lyon, 1938, p.170.

Elle n'a pas de patrimoine : les obligataires ne font pas apport de leurs droits, ils ne font même aucun versement pour payer les frais d'organisation puisque la société supporte les dépenses de fonctionnement, sauf à les récupérer sur les intérêts dont elle est débitrice<sup>50</sup>. Le droit moderne<sup>51</sup> admet qu'une personne morale puisse se constituer sans patrimoine pourvu qu'elle assure la défense d'intérêts collectifs au moyen d'une organisation propre. C'est le cas de la masse qui défend les intérêts collectifs des obligataires à l'aide d'une organisation juridique autonome, au sein de l'organisation générale de la société.

Ainsi qu'il en a été jugé dans l'affaire *Métrologie International*<sup>52</sup>, les porteurs d'obligations remboursables en actions (ORA), jouissant des droits liés à la propriété d'obligations ordinaires, ont le droit d'être groupés de plein droit en une masse. En l'espèce, une société avait émis des ORA. Cette société avait ensuite connu des difficultés et souhaitait mettre en place un plan de restructuration. Elle réunit alors les porteurs d'ORA et obtint de la majorité d'entre eux la modification des clauses du contrat d'émission. Des minoritaires en désaccord avec cette décision agirent en nullité des résolutions votées. Ils fondèrent leur demande sur deux arguments, à savoir, d'une part, que les porteurs d'ORA ne sont pas habilités à tenir des assemblées générales statuant à la loi de la majorité car aucun texte ne les y autorise, et d'autre part, que dans l'hypothèse où l'on admet qu'ils puissent se prononcer à la majorité, il faut que cette majorité ne soit pas illégale et abusive, ce qu'elle était d'après eux en l'espèce. Nous ne nous intéresserons ici qu'au premier argument soulevé par les minoritaires. La Cour de cassation rejette l'argumentation des minoritaires : *« outre les dispositions particulières des articles 339-1 et s. de la loi du 24 juillet 1966 par application desquelles elles sont créées, les ORA sont avant leur remboursement soumises aux dispositions des articles 284 et s. de ladite loi (...) les porteurs d'ORA jouissent des droits liés à la propriété d'obligations et notamment celui d'être groupés de plein droit dans une masse »*.

Il apparaît ainsi que même les obligations donnant accès au capital, bien que n'étant pas intégrées dans la section 3 relative aux obligations et traitant de la masse mais dans la section

---

<sup>50</sup> Article L 228-71 du Code de Commerce: *« La société supporte les frais de convocation, de tenues des assemblées générales, de publicité de leurs décisions ainsi que les frais résultant de la procédure prévue à l'article L 228-50. Les autres dépenses de gestion décidées par l'assemblée générale de la masse peuvent être retenues sur les intérêts servis aux obligataires et leur montant peut être fixé par décision de justice. Les retenues visées à l'alinéa précédent ne peuvent excéder le dixième de l'intérêt annuel. »*

<sup>51</sup> P. Le Cannu, *Droit des sociétés*, édition Montchrestien, n°1087, p. 687.

<sup>52</sup> T.com. Nanterre 1<sup>er</sup> ch., 13 sept. 1994: *JCP* 94 éd. E, panorama 1246; *Bull. Joly Bourse*, novembre-décembre 1994, p.590, §117, note F. Peltier; CA Versailles, 12ème ch., 1er sect., 17 novembre 1994: *JCP* 94 éd E, panorama 1327; *Bull. Joly Bourse*, janvier-février 1995, p.37, note T. Bonneau ; *RJDA* 1/95, n°36, p.33 ; Cass.com., 13 juin 1995 : *JCPG* 1995, II, 22522, note Y. Guyon ; *Rev.sociétés* 1995, p.736, note P. Didier; *RJDA* 7/95, n°856, p.686; *Bull.civ.* IV, n°181, p.168.

4 relative aux autres valeurs mobilières, peuvent se regrouper en une masse régie par la loi de la majorité.

De même, peu importe qu'elle déroge au droit commun. L'article 1902 du Code civil dispose que : « *L'emprunteur est tenu de rendre les choses prêtées, en même quantité et qualité, et au terme convenu* ». Concernant les ORA, il est certain que la qualité de la chose rendue diffère puisque le remboursement ne se fera pas en argent mais en action. La Cour de cassation estime que cette dérogation est possible et qu'elle n'altère en aucun cas la qualité d'obligation des ORA.

La masse est donc aujourd'hui une institution obligatoire quel que soit le type d'obligations. Il serait intéressant de voir, à présent, les modes de constitution de la masse.

### **b. Constitution de la masse**

La masse existe dès l'émission et subsiste après l'échéance de l'emprunt, dès lors qu'il y a encore lieu d'assurer la défense des obligataires. Comme l'ont jugé plusieurs arrêts<sup>53</sup>, dont le dernier date du 7 mars 1967<sup>54</sup>, la masse demeure constituée tant que les obligations n'ont pas été intégralement remboursées, même si celles-ci sont arrivées à échéance. Elle survit jusqu'à ce que les droits collectifs des obligataires soient définitivement éteints.

Bien que la masse soit en principe obligatoire, la loi prévoit certaines dérogations à sa constitution.

C'est le cas des emprunts soumis à un régime spécial, ou des emprunts garantis par l'Etat, les régions, les départements, les communes ou les établissements publics ou encore les emprunts émis à l'étranger par des sociétés françaises<sup>55</sup>. Dans ces différentes hypothèses, la constitution d'une masse n'est obligatoire ni au regard du Code de commerce ni même au regard des dispositions du décret-loi du 30 octobre 1935. La tenue d'assemblées d'obligataires, le droit individuel d'information de l'obligataire ainsi que la constitution éventuelle de sûretés et de garanties n'est pas non plus obligatoire.

Cette faculté d'éviter la constitution d'une masse n'est pas sans inconvénients. En effet, le droit commun des contrats conduit alors à exiger l'accord de chaque porteur pour pouvoir

---

<sup>53</sup> Paris, 21 janvier 1937, *J.Soc.*, 1939, 411 ; 24 décembre 1939 : *D.H.*, 1939, 120; *Rev.sociétés*, 1949, 394.

<sup>54</sup> Cass. com., 7mars 1967 : *Bull.civ.III*, n°105, p.104 ; *RTDcom*. 1967, p.803, observ. Houin.

<sup>55</sup> Article L 228-90 du Code de commerce : « *Sauf clause contraire du contrat d'émission, les dispositions des articles L 228-46 à L 228-69, L 228-71, L 228-72, L 228-76 à L 228-81 et L 228-83 à L 228-89 ne sont pas applicables aux sociétés dont les emprunts sont soumis à un régime légal spécial, ni aux emprunts garantis par l'Etat, les départements, les communes ou les établissements publics ni aux emprunts émis à l'étranger par des sociétés françaises.* »

modifier le contrat d'émission. Un contrat étant créé par un échange de consentement, il ne peut faire l'objet d'une modification unilatérale par l'une des parties. La Commission des opérations de bourse<sup>56</sup>, consciente de l'intérêt pour certains émetteurs de pouvoir réaménager leur dette en fonction du marché, a alors rappelé que l'article L 228-90 du Code de commerce, s'il offre la possibilité de ne pas constituer de masse, permet également aux émetteurs qu'il vise de prévoir une clause dans le contrat d'émission par laquelle ils acceptent de se soumettre aux dispositions relatives à la constitution de la masse obligataire. Ainsi, ils ne se heurteraient pas aux difficultés pratiques qu'engendre l'obligation de recueillir l'accord de chaque porteur sur toute modification contractuelle. Il appartient donc à ces émetteurs d'apprécier au moment du projet d'émission les avantages et les inconvénients de cette faculté de ne pas constituer une masse des porteurs d'obligations. La COB rappelle ainsi expressément que la constitution de la masse est surtout utile à l'émetteur.

Dans l'hypothèse où l'émetteur ne constitue pas de masse, les droits individuels des obligataires se trouvent pleinement protégés, ceux-ci ne pouvant pas se voir imposer une modification du contrat d'emprunt contre leur gré. Ils retrouvent ainsi leur véritable qualité de créanciers, bénéficiant de tous les moyens de contrôler le devenir de leur créance. En revanche, si l'émetteur constitue une masse, les obligataires perdent leurs droits individuels et doivent s'exprimer à la majorité. Cela est nécessairement plus avantageux pour la société puisqu'elle pourra plus facilement imposer sa volonté.

La pratique a également mis en avant la possibilité de ne pas constituer de masse lorsqu'un seul obligataire souscrit l'emprunt, celle-ci ne présentant alors plus aucun intérêt. C'est la volonté de rester assimilé à un créancier au sens habituel du terme qui permet de comprendre pourquoi certains investisseurs, désireux de souscrire à un emprunt obligataire, n'apprécie pas de le faire aux côtés d'autres obligataires.

L'existence de la masse étant liée à la nécessité de donner une consistance juridique à la communauté d'intérêts entre obligataires, la réunion des obligataires en une masse est conditionnée par l'existence d'intérêts communs. Or l'intérêt commun ne peut se percevoir qu'en la présence d'une pluralité de souscripteurs. Si toutes les obligations appartiennent à une même personne, physique ou morale, il ne peut y avoir de masse. Dans ce cas, l'obligataire unique exerce personnellement tous les pouvoirs attribués par la loi aux organes de la masse, représentants et assemblées. Ainsi, les inconvénients des décisions prises à la majorité de l'assemblée des obligataires n'ont plus lieu d'être, l'obligataire unique étant

---

<sup>56</sup> Bull. COB, n° 233, février 1990, p.14 et s.

maître des modifications que la société lui soumet et n'aura pas à subir les volontés contraires des autres porteurs d'obligations.

Cependant, il paraît prudent de conserver une trace des décisions prises par l'obligataire unique qui relèvent de la compétence de ces assemblées, afin que dans le cas d'une cession par cet obligataire unique d'une partie de ses titres, ces décisions soient aisément connues des nouveaux obligataires<sup>57</sup>.

On peut donc voir à la suite de ces développements que la constitution de la masse n'est pas automatique et qu'il existe des hypothèses où cela est extrêmement gênant. C'est pour ces raisons que nous allons dès à présent étudier l'utilité de la masse.

## **2. Utilité de la masse des obligataires**

L'emprunt obligataire a ceci de particulier que la dette est unique mais qu'en principe une multitude de souscripteurs s'engage dans l'opération (a). Il était donc nécessaire de discipliner cette collectivité en une masse en raison des intérêts communs qui animent les obligataires (b).

### **a. En raison de la pluralité de souscripteurs**

Lorsqu'une société contracte un emprunt obligataire, elle fractionne le montant de cet emprunt en un grand nombre d'obligations qui sont d'un même montant nominal. La société s'adresse à une collectivité d'investisseurs qui, à la suite de son offre, se rassemblent pour une opération déterminée et dont la situation juridique se trouve dès lors régie par les mêmes dispositions contractuelles. L'émission d'obligations engendre entre la société émettrice et le prêteur un contrat collectif. Elle ne prend donc pas la forme de contrats juxtaposés, mais d'un contrat unique, collectif<sup>58</sup>, conclu entre les souscripteurs des obligations et les émetteurs. Chaque souscripteur consent à participer à un prêt global constitué par l'ensemble des obligations émises et non pas à prêter à la société la somme représentant le montant de ses obligations.

---

<sup>57</sup> B. Mercadal et Ph. Janin, *Mémento pratique Francis Lefebvre*, Droit des affaires, Sociétés Commerciales, éd. F. Lefebvre, 2004, n° 19692, p.995.

<sup>58</sup> J.P. Bouère, *Titres et emprunts obligataires*, tome 1, Banque éditeur 1998, n°44, p. 106.

Déjà sous l'empire du décret-loi du 30 octobre 1935, de nombreux auteurs<sup>59</sup> développaient cette idée de « *collectivité des obligataires* ».

« *L'obligataire ne saurait être considéré comme un contractant isolé, passant individuellement un acte avec la société, mais comme une unité dans la collectivité des prêteurs, englobé de plein droit dans une société virtuelle des obligataires* »<sup>60</sup>.

L'un des particularismes de l'emprunt obligataire par rapport au prêt ordinaire est que les porteurs sont solidaires et la dette de la société unique. La société ne souscrit pas 100 000 prêts de 100 euros, elle lance un emprunt global de 10 000 000 euros.

Il n'y a pas d'obligataire, il n'existe que des « *co-obligataires* »<sup>61</sup>. Cette expression a certainement été mise en place en référence aux coobligés qui sont des débiteurs, qui, par l'effet d'un contrat ou de la loi, sont tenus conjointement ou solidairement avec d'autres au paiement d'une dette<sup>62</sup>. L'obligataire est, en effet, l'élément d'un tout, l'un des participants à une souscription portant sur une somme élevée, ils sont tous solidaires.

On peut observer qu'il y a réellement une pluralité de souscripteurs mais une seule dette pour la société, d'où l'intérêt de faire s'exprimer les obligataires de façon globale, à travers une masse.

Ce caractère collectif de l'émission obligataire a été relevé pour la première fois par le législateur par une loi du 16 juillet 1934 relative aux droits des porteurs d'obligations d'un même emprunt, selon laquelle tout acte qui interrompt la prescription à l'égard de l'un des porteurs d'obligations profite aux autres obligataires du même emprunt. On peut voir au travers de cette disposition que la solidarité est bien illustrée dans le droit applicable aux obligataires.

Par la suite, le décret-loi du 30 octobre 1935 relatif aux droits des obligataires est intervenu pour permettre à la décision judiciaire définitive obtenue par un obligataire d'avoir force exécutoire au profit d'autres obligataires.

De plus, l'article 10 du décret-loi avait institué la possibilité pour les obligataires de se regrouper en une masse. Depuis la loi du 24 juillet 1966, le caractère collectif de l'emprunt se retrouve à l'article L 228-46 du Code de commerce qui oblige les obligataires à se regrouper en une masse.

---

<sup>59</sup> J. Kréher, *La défense des obligataires*, thèse Lyon, 1938 ; G. Hureau, *Les pouvoirs des assemblées d'obligataires*, thèse Paris, 1948.

<sup>60</sup> J. Kréher, *La défense des obligataires*, thèse Lyon, 1938, p.47.

<sup>61</sup> G. Hureau, *Les pouvoirs des assemblées d'obligataires*, Thèse Paris, 1948, p.1

<sup>62</sup> G. Cornu, *Vocabulaire juridique*, Association Henri Capitant, édition PUF, p. 211.

Il résulte du caractère collectif de l'emprunt que chaque souscripteur consent à prêter à la société la somme représentant le montant des obligations et à participer à un prêt global constitué par l'ensemble des obligations, c'est-à-dire qu'il s'engage vis-à-vis de la société, sous la condition que l'emprunt soit souscrit en totalité.

Le caractère collectif de l'emprunt empêchera l'obligataire, en cas de modification de l'emprunt, d'y consentir de manière indépendante. Une décision de la masse sera obligatoirement nécessaire, il ne peut y avoir de sacrifices individuels. « *La créance de l'obligataire n'est qu'une fraction d'une masse créancière organisée* »<sup>63</sup>. De son côté, la société émettrice est ainsi dispensée de rechercher l'assentiment de chaque obligataire. Les relations collectives complètent, voire dominent, les relations individuelles.

Il convient à présent d'analyser l'utilité de la masse en raison de la communauté d'intérêts.

#### **b. En raison de la communauté d'intérêt**

Les obligataires d'une même émission ayant les mêmes droits, ont en conséquence des intérêts communs, d'où l'idée de les représenter au sein d'une masse à même de défendre leurs intérêts communs.

L'article L 228-46 du Code de commerce dispose que « *les porteurs d'obligations d'une même émission sont regroupés de plein droit pour la défense de leurs intérêts communs en une masse qui jouit de la personnalité civile* ». Or, « *Dans une même émission, les obligations sont des titres qui confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale* »<sup>64</sup>. Les obligataires sont donc titulaires, en vertu de leurs titres, de droits identiques qu'ils peuvent opposer à la société émettrice dont ils sont créanciers. Il résulte de l'unité de l'emprunt une égalité entre tous les obligataires.

L'existence d'une communauté d'intérêts fonde également la possibilité de regrouper les porteurs d'obligations issues d'émissions différentes dans une masse unique.

L'intérêt commun incarne ce passage de l'individuel au collectif. Il symbolise le déclin de l'individualisme et la montée des intérêts collectifs<sup>65</sup>. Chaque obligataire ne va plus prendre en compte son intérêt propre mais va réfléchir en tant qu'élément d'un tout, d'une entité soudée. La communauté d'intérêts et la masse des obligataires sont deux notions extrêmement liées.

---

<sup>63</sup> P. Reigné et J.-P. Amoros, *Emprunt obligataire et plan de continuation de l'émetteur*, Bull.Joly Bourse, janvier-février 2001, §2, p.7.

<sup>64</sup> Article L 213-5 du Code monétaire et financier.

<sup>65</sup> Th. Hassler, *L'intérêt commun*, RTDcom. 1984, p.581.

La masse résulte, en effet, de l'existence de cette communauté qui est une condition indispensable à sa pérennité. La réunion des obligataires en une masse leur permet de faire valoir collectivement des intérêts propres, mais ceci à la seule condition qu'ils constituent des intérêts communs. L'intérêt commun n'existe que parce que les intérêts individuels sont partagés : « *c'est l'intérêt de chacun poursuivi par tous* »<sup>66</sup>.

Cette défense des intérêts peut prendre la forme d'une action en justice. En effet, l'article L 228-54 du Code de commerce donne la possibilité aux obligataires d'exercer en commun une action en justice par l'intermédiaire des représentants de la masse dans laquelle ils sont obligatoirement regroupés. La condition indispensable pour que cette action soit recevable est qu'elle ait pour objet la défense des intérêts communs des obligataires. A défaut, cette demande ne pourrait aboutir. Cette disposition qui n'avait eu, jusqu'à présent, que peu de retentissement a fait l'objet d'une décision récente rendue par la Cour de cassation le 15 juin 1999<sup>67</sup>.

Dans cette affaire, quelques mois après la souscription de l'émission, la société AMREP et l'une de ses principales filiales furent mises en redressement judiciaire puis en liquidation judiciaire. Le montant proposé pour le remboursement des obligations fut dérisoire en comparaison avec la valeur nominale de celle-ci. Les obligataires découvrant les conditions suspectes d'émission des obligations décidèrent d'agir en justice. Les juges du fond<sup>68</sup> avaient déclaré la demande irrecevable au motif que les obligataires ne subissaient pas tous un préjudice identique, n'ayant pas acquis en même temps leurs titres. Selon eux, il n'y avait pas d'intérêt commun. La Cour de cassation censure cette analyse, puisqu'elle estime que l'action des représentants de la masse est recevable. Selon elle, les intérêts communs ne sont pas les intérêts identiques de tous les obligataires. En l'espèce, la communauté d'intérêts semblait résulter du fait que les porteurs d'obligations subissaient le préjudice causé par une même faute à l'origine du dommage subi par tous les porteurs d'obligations, qu'ils aient acquis leurs titres à l'origine ou plus tard. La Cour a fait une interprétation extensive de l'intérêt commun des obligataires. Elle a donc permis à la masse d'agir au nom de cet intérêt commun des obligataires. Cette solution paraît favorable aux obligataires car elle va dans le sens d'une meilleure protection des intérêts collectifs.

---

<sup>66</sup> M. Germain, *L'intérêt commun des actionnaires*, JCP éd. E, suppl. n°4/1996, p.13.

<sup>67</sup> A. Charvériat, *L'étendue des pouvoirs des représentants de la masse des obligataires*, option finance, n° 712, 18 novembre 2002, p.35 ; Cass.com., 15 juin 1999 : *Bull. Joly Bourse*, 1999, §96-97, p.505, note A. Couret; *JCP* éd. E, 1999, 1488, note A. Viandier; *Bull. Joly*, 1999, §216, p.915, note Ph. Merle, *Rev.sociétés*, 3/99, p.640, note Y. Guyon ; *RTDcom.*, 4/99, p.904, note Y. Reinhard.

<sup>68</sup> CA Paris, 15<sup>ème</sup> ch. A, 3 septembre 1996 : *Bull. Joly Bourse*, 1997, p. 29, § 6, note P. Le Cannu; *JCP*, éd. E, 1996 pan. n° 993; *RJDA*, 1996/12, n° 1483.

Le rôle de représentation existe seulement lorsque les intérêts communs sont en jeu. Ces intérêts communs vont s'exprimer au travers de la masse qui a seul le pouvoir par la loi de la majorité de donner l'habilitation au représentant pour agir.

L'intérêt commun va également être le facteur déterminant pour la modification de l'emprunt obligataire : la masse donnera son accord seulement dans l'hypothèse où les modifications vont dans le sens de la satisfaction de l'intérêt commun. Ainsi, « *l'existence d'une communauté d'intérêts permet l'expression d'une volonté collective des obligataires dans le cadre de l'assemblée générale, qui va primer les volontés individuelles* »<sup>69</sup>.

La masse est dotée d'un rôle prépondérant pour l'expression des obligataires, elle exprime l'intérêt commun. Sa composition peut avoir une influence sur les décisions et des intérêts divergents peuvent se rencontrer. Nous aborderons à présent la composition de la masse.

## **B. La composition de la masse**

On parle de composition de la masse mais il serait plus opportun de parler de composition de l'assemblée générale des obligataires. En effet, il arrive souvent que les deux entités diffèrent dans leur composition.

Le principe est que la masse comprend tous les obligataires d'une même émission qui ont des droits identiques, alors que certains obligataires vont se trouver exclus de l'assemblée. A défaut, des oppositions d'intérêts seraient possibles et pourraient mettre en péril les droits d'une catégorie au profit d'une autre.

Afin d'étudier la composition de la masse, il y a lieu d'étudier, dans un premier temps, les personnes autorisées à participer à l'assemblée générale de la masse (1), pour nous intéresser, dans un deuxième temps, aux personnes qui en sont exclues (2).

### **1. Les personnes autorisées**

Il convient, tout d'abord, d'envisager les personnes revêtant la seule qualité d'obligataire (a), pour analyser, ensuite, les personnes ayant d'autres liens avec la société que celui d'obligataire (b).

---

<sup>69</sup> C. Nicod, *L'action en justice pour la défense des intérêts communs des obligataires*, Rev. sociétés, juillet-septembre 2000, p. 496

### **a. Les personnes ayant la seule qualité d'obligataire**

L'article L 228-61 alinéa 2 du Code de commerce dispose que « *Tout obligataire a le droit de participer à l'assemblée ou de s'y faire représenter par un mandataire de son choix* ».

Le principe est donc que tout obligataire a le droit de venir aux assemblées et d'y voter. Le droit de vote attaché aux obligations est proportionnel à la quotité du montant de l'emprunt qu'elles représentent. Chaque obligation donne droit à une voix au moins<sup>70</sup>.

Ce principe interdit les clauses restrictives d'entrée à l'assemblée, telles que la possession d'un certain nombre d'obligations pour participer aux assemblées. Cette dernière affirmation a beaucoup d'importance car elle évite de réserver le droit de vote à quelques obligataires « *dominants* » qui auraient pu éventuellement négocier avec la société et imposer par exemple aux autres obligataires des modifications injustes du contrat d'émission.

En outre, ceux dont les titres sont amortis ne sont plus obligataires. Mais leurs droits ne sont perdus que par le paiement, ils sont donc admis à l'assemblée quand ils n'ont pas encore été payés par suite d'une défaillance de la société ou d'un litige sur les conditions de remboursement<sup>71</sup>.

Le fait d'empêcher un obligataire de participer à une assemblée est puni pénalement de même que le fait d'usurper la qualité d'obligataire<sup>72</sup>.

Pour participer aux assemblées, la société peut exiger que les obligataires justifient leur propriété, soit par leur inscription sur le registre des obligations nominatives s'il s'agit de valeurs dématérialisées, soit par le dépôt aux lieux indiqués des obligations au porteur par l'avis de convocation.

Concernant les obligations indivises, chacun des copropriétaires d'obligations a le droit de participer à l'assemblée, à condition qu'au moment du vote une seule voix s'exprime.

Concernant les obligations grevées d'un usufruit, c'est au nu-propriétaire que revient le droit de participer à l'assemblée et d'y voter.

A côté de ces personnes n'ayant qu'un lien d'obligataire avec la société, d'autres cumulent diverses relations avec cette dernière.

---

<sup>70</sup> Article L 228-67 du Code de commerce.

<sup>71</sup> Article L 228-61 alinéa 3 du Code de commerce.

<sup>72</sup> Article L 245-11 du Code de commerce.

## **b. Les personnes ayant d'autres liens avec l'émetteur que celui d'obligataire**

Il s'agit d'étudier, tout d'abord, les personnes ayant la double qualité d'actionnaire et d'obligataire ( $\alpha$ ), pour examiner, ensuite, les obligataires investis de mission dans la société ( $\beta$ ).

### **$\alpha$ . Les actionnaires**

Il n'y a aucune incompatibilité entre la qualité d'actionnaire et celle d'obligataire. Ceux-ci peuvent donc voter à l'assemblée en leur qualité d'obligataires<sup>73</sup>, malgré l'opposition manifeste d'intérêts qui peut exister entre l'obligataire et l'actionnaire. Il peut y avoir un conflit d'intérêts. « *L'actionnaire-obligataire* » sera susceptible de satisfaire l'un de ses intérêts au profit de l'autre.

L'actionnaire va sacrifier son intérêt d'obligataire pour privilégier sa qualité d'actionnaire. Prenons l'hypothèse d'un vote au sein de l'assemblée d'obligataires pour la modification du contrat d'émission : l'actionnaire détient un certain nombre d'obligations (nécessairement moins de 10%) mais sa qualité d'actionnaire est prépondérante. La société est en difficulté et ne peut rembourser dans l'immédiat son emprunt obligataire. Pour que celle-ci puisse se redresser, il est indispensable qu'il y ait un réaménagement de la dette en baissant par exemple le taux d'intérêt. Il est certain que cette mesure modifie les conditions du remboursement dans un sens défavorable aux obligataires, qui ne vont pas nécessairement donner leur accord, alors que l'obligataire qui a également la qualité d'actionnaire a tout intérêt à accepter cette modification, celle-ci améliorant, en effet, la situation de la société. La double qualité d'actionnaire et d'obligataire amène donc souvent à des conflits d'intérêts. Dans ces conditions, il est difficile de comprendre la raison qui conduit le législateur à maintenir l'admission de tels protagonistes dans les assemblées d'obligataires.

### **$\beta$ . Les personnes investies d'un mandat social**

Le président, les administrateurs, les directeurs généraux, les gérants, les commissaires aux comptes, les membres du conseil de surveillance ou les employés de la société émettrice ou de la société garante de tous les engagements de la société débitrice, ainsi que leurs ascendants,

---

<sup>73</sup> Voir *infra* p. 35 pour le régime à partir d'une détention de 10%.

descendants ou conjoint, peuvent participer aux assemblées pour les obligations qu'ils détiennent personnellement. Aucune disposition dans la loi ne l'affirme, mais cela résulte de l'interprétation *a contrario* de l'article L 228-62 du Code de commerce<sup>74</sup>.

L'admission de ces mandataires sociaux au sein de l'assemblée obligataire peut entraîner dans certaines circonstances la négation des droits des obligataires. En effet, les liens qu'ils entretiennent avec la société étant relativement forts, il peut arriver que celle-ci leur indique de voter dans un sens opposé aux intérêts des obligataires. Le délit de constitution d'avantages particuliers en vue d'un vote suppose qu'aient été garantis ou promis des avantages particuliers à une ou plusieurs personnes pour les déterminer à voter dans une assemblée générale dans un sens déterminé, ou pour s'abstenir de participer au vote.

Bien que le fait de se faire accorder des avantages particuliers, ou inversement, d'en accorder pour voter dans un sens déterminé soit prohibé par l'article L 245-11 alinéa 3 du Code de commerce<sup>75</sup>, il peut arriver que la société ainsi que les mandataires sociaux ne respectent pas les dispositions légales sans que cela soit découvert. Dans cette hypothèse, le vote sera nécessairement orienté dans un sens favorable à la société. Il y a donc de fortes probabilités pour que cela soit désavantageux pour les obligataires.

Là aussi, il est difficile de comprendre la démarche du législateur qui reste muet sur la participation des mandataires sociaux en tant qu'obligataires aux assemblées d'obligataires.

Ainsi, malgré l'opposition manifeste qui existe entre les obligataires, les actionnaires ainsi que les préposés de la société, ceux-ci ont libre accès à l'assemblée générale. Cette situation ne peut-elle pas devenir une source d'abus ? C'est de là que résulte l'exclusion totale de certains protagonistes.

## **2. Les personnes exclues**

Certaines personnes se trouvent exclues des assemblées d'obligataires. Nous verrons les personnes qui se trouvent exclues quelles que soient les circonstances (a), pour étudier ensuite les personnes exclues de la représentation (b).

---

<sup>74</sup> Article L 228-62 du Code de commerce : « *Ne peuvent représenter les obligataires aux assemblées générales, les gérants, les administrateurs, membres du directoire et du conseil de surveillance, directeurs généraux, commissaires aux comptes ou employés de la société débitrice ou des sociétés garantes de tout ou partie des engagements de la société, ainsi que leurs ascendants, descendants et conjoint* ».

<sup>75</sup> Article L 245-11 alinéa 3 du Code de commerce : « *Est puni d'un emprisonnement de six mois et d'une amende de 60000 euros le fait :....De se faire accorder, garantir ou promettre des avantages particuliers pour voter dans un certain sens ou pour ne pas participer au vote, ainsi que le fait d'accorder, garantir ou promettre ces avantages particuliers* ».

### a. Les personnes exclues en toutes circonstances

Différents obligataires sont exclus de l'assemblée générale. Il s'agit tout d'abord des sociétés qui détiennent directement 10% du capital des sociétés débitrices. Si ces sociétés détiennent des obligations dans cette même société, elles ne pourront pas participer aux assemblées générales d'obligataires<sup>76</sup>. Le décret-loi du 30 octobre 1935 avait déjà envisagé cette menace en excluant du vote à l'assemblée les sociétés qui détiennent au moins 30% du capital de la société débitrice. L'article L 228-61 du Code de commerce est encore plus respectueux de la qualité d'obligataire car le pourcentage est porté à 10%. Cette disposition a très certainement été mise en place afin de prévenir les conflits d'intérêts existant, comme nous l'avons vu précédemment<sup>77</sup>, entre obligataires et actionnaires. Il y a un souci d'assurer l'impartialité des délibérations de l'assemblée qui ne doit pas être « *juge et partie* »<sup>78</sup>. Mais, comme le relève l'affaire Métrologie International<sup>79</sup>, cette interdiction n'a pas été étendue aux filiales de cette société.

Nous ne reviendrons pas sur les faits de l'arrêt, ceux-ci ayant été étudiés précédemment. En l'espèce, c'est le deuxième argument qu'ont soulevé les minoritaires pour faire annuler la décision qui mérite de retenir notre attention. Ceux-ci prétendaient que la délibération était abusive et illégale. Selon eux, l'article 308<sup>80</sup> du Code de commerce pose une interdiction non seulement pour la société détenant 10% du capital de la société émettrice, mais également pour ses filiales. Ils prétendaient donc que le vote effectué au sein de l'assemblée obligataire par les filiales de la société détenant 10% était illégal. Alors que la cour d'appel de Versailles fut sensible à cet argument, la Cour de cassation s'en tient à une interprétation stricte du texte et le rejette. La Cour de cassation limite ainsi l'efficacité de la prohibition. On peut relever cependant une lacune : le législateur écarte exclusivement du vote dans l'assemblée les obligataires qui ont de manière effective la qualité d'actionnaire. Or les obligataires porteurs d'obligations optionnelles (convertibles ou échangeables en actions) pourraient également en cas de conversion de leurs obligations venir à détenir plus de 10% du capital de la société. En conséquence, cette disposition légale affirme sans ambiguïté que leur qualité d'obligataire

---

<sup>76</sup> Article L 228-61 alinéa 4 du Code de commerce.

<sup>77</sup> Voir *supra* p. 33.

<sup>78</sup> P. Andrieux, *L'évolution du statut des obligataires*, thèse Paris 1960, p.145.

<sup>79</sup> T.com. Nanterre 1<sup>er</sup> ch., 13 sept. 1994: *JCP* 94 éd. E, panorama 1246; *Bull. Joly Bourse*, novembre-décembre 1994, p.590, §117, note F. Peltier; CA Versailles, 12ème ch., 1er sect., 17 novembre 1994: *JCP* 94 éd E, panorama 1327; *Bull. Joly Bourse*, janvier-février 1995, p.37, note T. Bonneau ; *RJDA* 1/95, n°36, p.33 ; Cass.com., 13 juin 1995 : *JCPG* 1995, II, 22522, note Y. Guyon ; *Rev.sociétés* 1995, p.736, note P. Didier; *RJDA* 7/95, n°856, p.686; *Bull.civ.* IV, n°181, p.168.

<sup>80</sup> Aujourd'hui article L 228-61 alinéa 4 du Code de commerce.

prime sur celle qui est potentielle, (ou automatique mais non définitive pour les ORA) celle d'actionnaire.

En outre, ceux dont les titres sont amortis ne sont plus obligataires. Celui qui a donc négligé de présenter au remboursement son titre amorti est fautif, et il ne pourra assister, en conséquence, à l'assemblée générale.

Enfin, la société émettrice qui a racheté ses propres obligations, doit nécessairement les annuler, et ne pourra donc pas voter.

D'autres personnes ne sont pas exclues de l'assemblée en tant que telles, mais y sont exclues de représentation.

#### **b. Les personnes exclues de représentation**

Tout obligataire a le droit de se faire représenter à l'assemblée par un mandataire de son choix, qui peut lui-même ne pas être obligataire<sup>81</sup>.

Mais, en vue d'assurer aux obligataires l'indépendance et l'honorabilité de leurs représentants, certaines personnes ne peuvent représenter les obligataires aux assemblées. Cela s'explique par le fait que ces personnes ne sont pas suffisamment indépendantes par rapport à la société. Il y a donc un risque que le vote soit faussé, orienté. Cette interdiction est édictée par l'article L 228-62 du Code de commerce<sup>82</sup>. Le but est donc d'éviter que les obligataires ne soient lésés dans leurs droits. Cette interdiction édictée par le Code de commerce semble paradoxale au regard de l'autorisation donnée à ces différents acteurs de la société de voter avec leurs propres obligations. Le risque d'un vote orienté est aussi présent lorsque ceux-ci n'ont pas la qualité de représentant mais d'obligataire : on pourrait, en effet, imaginer que la société demande à ses mandataires sociaux d'acheter des obligations, dans le but que ceux-ci votent dans un sens déterminé. Dans ces hypothèses, on a du mal à concevoir que l'interdiction ne soit que partielle.

---

<sup>81</sup> Article L 228-61 du Code de commerce.

<sup>82</sup> Article L 228-62 du Code de commerce : « *Ne peuvent représenter les obligataires aux assemblées générales, les gérants, les administrateurs, membres du directoire et du conseil de surveillance, directeurs généraux, commissaires aux comptes ou employés de la société débitrice ou des sociétés garantes de tout ou partie des engagements de la société, ainsi que leurs ascendants, descendants et conjoint* ».

Enfin, on peut noter que les personnes auxquelles la profession de banquier est interdite, ou encore les personnes qui sont déchues du droit de diriger une société<sup>83</sup>, ne peuvent pas représenter les obligataires aux assemblées.

Les obligataires s'expriment donc par le mécanisme de la masse en raison non seulement de leur nombre, mais également en raison des intérêts communs qu'ils ont à défendre. L'utilité de cette masse n'aura cependant d'impact qu'en fonction des pouvoirs qui lui seront conférés.

## **§ 2. Les pouvoirs de la masse**

Les pouvoirs dont dispose la masse lui sont conférés par l'article L 228-65 du Code de commerce. Celle-ci « *délibère sur toutes les mesures ayant pour objet d'assurer la défense des obligataires et l'exécution du contrat d'emprunt ainsi que sur toute proposition tendant à la modification du contrat...* ». Nous allons nous intéresser principalement aux pouvoirs de la masse en matière de modification. A ce stade, il semble opportun de procéder à une distinction entre, d'une part, la modification directe de l'emprunt obligataire, où la société émettrice désireuse de modifier les conditions de l'emprunt soumettra ses propositions aux obligataires, que nous étudierons ici, et la modification indirecte de l'emprunt obligataire où la société, par le biais d'opérations sociales ne concernant pas directement les obligataires mais constituant une menace indirecte pour ceux-ci, ne pourra pas ignorer leur présence pour mener à bien ses projets. A la différence de la modification directe, si les obligataires refusent la modification indirecte à savoir fusion, scission, changement de la forme de la société..., la société pourra passer outre, mais elle devra dans ce cas rembourser aux obligataires leurs emprunts si ceux-ci l'exigent. Nous allons examiner, dans nos développements, les modifications directes de l'emprunt obligataire. Pour ce faire, il convient d'exposer, tout d'abord, les pouvoirs conférés par l'article L 228-65 du Code de commerce (A), avant d'envisager la loi de la majorité qui règne au sein de la masse (B).

### **A. Les pouvoirs conférés par l'article L 228-65 du Code commerce**

L'article L 228-65, I du Code de commerce dispose que « *L'assemblée générale délibère sur toutes mesures ayant pour objet d'assurer la défense des obligataires et l'exécution du*

---

<sup>83</sup> Article L 228-63 du Code de commerce : « *La représentation d'un obligataire ne peut être confiée aux personnes auxquelles l'exercice de la profession de banquier est interdit ou qui sont déchues du droit de diriger, d'administrer ou de gérer une société à un titre quelconque.* »

*contrat d'emprunt ainsi que sur toute proposition tendant à la modification du contrat d'emprunt et notamment...2 : Sur toute proposition, soit de compromis, soit de transaction sur des droits litigieux ou ayant fait l'objet de décisions judiciaires...et 5 : Sur toute proposition relative à l'abandon total ou partiel des garanties conférées aux obligataires, au report de l'échéance du paiement des intérêts et à la modification des modalités d'amortissement ou du taux des intérêts* ». Le deuxième ainsi que le cinquième point de l'article sont donc consacrés aux restrictions directes des droits des obligataires. Selon cet article, l'assemblée générale des obligataires a compétence pour diminuer les droits résultant du contrat d'émission initial.

On peut noter la présence de l'adverbe « *notamment* » qui renseigne sur le caractère non limitatif de l'énumération de l'article. Une partie de la doctrine en a déduit que la liste n'était pas limitative, et qu'il est possible de soumettre à l'assemblée toutes les modifications du contrat d'emprunt, sauf celles prohibées par l'article L 228-68<sup>84</sup>.

Une autre partie de la doctrine déduit de l'article L 228-65, I du Code de commerce qu'en matière d'abandon de droits, les pouvoirs de l'assemblée sont limités aux mesures mentionnées au 5° de cet article, sauf accord unanime des obligataires<sup>85</sup>. L'assemblée des obligataires ne pourrait donc pas, à la majorité, décider par exemple, d'une remise portant sur le principal de l'emprunt.

Cependant, comme le remarquent certains auteurs<sup>86</sup>, « *l'omnipotence de l'assemblée résulte de la formule initiale du I de l'article L 228-65 qui pose un principe absolument général, et l'adverbe « notamment » qui souligne que l'énumération n'a pas un caractère limitatif* ». Cet argument est approuvé par la majorité de la doctrine<sup>87</sup>. Ces auteurs en déduisent donc que l'assemblée peut décider de toute modification des droits des obligataires, qui n'est pas expressément prévue par l'art L 228-65, I du Code de commerce, sous réserve que cette modification n'entre pas dans l'une des catégories qui sont exceptionnellement interdites. Ce principe s'applique aussi bien pour les obligations dites ordinaires que pour les obligations donnant droit à un titre de capital. L'assemblée peut donc changer les conditions d'exercice du droit des obligataires d'entrer dans le capital de l'émetteur. Ainsi, à titre d'exemple, dans l'affaire *Métrologie International*<sup>88</sup>, il avait été demandé aux porteurs d'obligations

---

<sup>84</sup> M. De Juglar et B. Ippolito, *Les sociétés commerciales*, volume 2, 10<sup>ème</sup> édition n°357, p.421.

<sup>85</sup> J.-F. Barbière, *Associés et obligataires d'une société « faillie »*, Rev. proc. coll. 1991, p. 153.

<sup>86</sup> G. Ripert et R. Roblot, *Traité de droit commercial*, Tome 1 volume 2, 18<sup>ème</sup> édition, LGDJ, n°1797, p. 537.

<sup>87</sup> P. Reigné et J.-P. Amoros, *Emprunt obligataire et plan de continuation de l'émetteur*, Bull.Joly Bourse, janvier-février 2001, §2, p.

<sup>88</sup> T.com. Nanterre 1<sup>er</sup> ch., 13 sept. 1994: *JCP* 94 éd. E, panorama 1246; *Bull.Joly Bourse*, novembre-décembre 1994, p.590, §117, note F. Peltier; CA Versailles, 12<sup>ème</sup> ch., 1<sup>er</sup> sect., 17 novembre 1994: *JCP* 94 éd E,

remboursables en actions de modifier la date d'échéance et la parité de remboursement des titres.

Comme nous l'avons vu précédemment<sup>89</sup>, le contrat ne peut être modifié distinctement pour chacun des obligataires. Si une modification y est apportée, elle concerne l'intégralité des obligataires dont le titre de créance représente une fraction de ce dernier. Le contrat n'est donc pas modulable sur mesure, il concerne tous les porteurs de titres obligataires correspondant à cette émission. La modification du contrat, que la société soit *in bonis* ou en redressement judiciaire, est donc subordonnée à une décision collective.

L'assemblée peut donc exprimer son consentement sur la plupart des modifications de l'emprunt obligataire que la société envisage de proposer. S'agissant de modifications du contrat d'emprunt, la société ne peut passer outre un éventuel refus de l'assemblée ce que nous analyserons dans notre deuxième partie.

Les pouvoirs de la masse s'expriment à la majorité, ce que nous allons, à présent, étudier.

## **B. Loi de la majorité au sein de la masse**

L'application de la loi du 5 janvier 1988 a simplifié le fonctionnement des assemblées d'obligataires en supprimant la distinction antérieure entre les assemblées ordinaires et les assemblées extraordinaires, qui avait été mise en place par le décret-loi du 30 août 1935. Il n'y a plus, désormais, qu'une catégorie d'assemblée, qui statue à des conditions uniformes de quorum et de majorité quel que soit l'ordre du jour.

En ce qui concerne le quorum, l'assemblée ne délibère valablement sur première convocation que si les obligataires présents ou représentés possèdent au moins le quart des obligations ayant le droit de vote. Sur deuxième convocation, aucun quorum n'est requis.

Avant l'ordonnance 2004-604 du 24 juin 2004, les décisions étaient prises à la majorité des voix dont disposaient les obligataires présents ou représentés<sup>90</sup>. L'article L 228-65 du Code de commerce modifié par l'article 43 de l'ordonnance prévoit que l'assemblée statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les porteurs présents ou représentés.

---

panorama 1327; *Bull. Joly Bourse*, janvier-février 1995, p.37, note T. Bonneau ; *RJDA* 1/95, n°36, p.33 ; Cass.com., 13 juin 1995 : *JCPG* 1995, II, 22522, note Y.Guyon ; *Rev.sociétés* 1995, p.736, note P. Didier; *RJDA* 7/95, n°856, p.686; *Bull.civ.* IV, n°181, p.168.

<sup>89</sup> Voir *supra* p. 28-29.

<sup>90</sup> Article L 228-65, II du Code de commerce : « L'assemblée générale délibère dans les conditions de quorum et de majorité prévues aux deuxième et troisième alinéas de l'article L 225-98 ».

L'assemblée délibère sur la modification de l'engagement obligataire à la majorité des deux tiers. Ceci distingue l'obligataire d'un créancier ordinaire. L'obligataire peut, en effet, se voir imposer une modification de son contrat le liant à la société débitrice même contre sa volonté. La décision ainsi prise va donc s'imposer non seulement aux dissidents mais également aux absents.

Or, en observant les règles de quorum et de majorité, on s'aperçoit qu'il est très aisé d'arriver à en remplir les conditions. Un obligataire détenant un bon nombre d'obligations n'éprouvera aucune difficulté à imposer sa volonté.

Les obligataires vont donc se regrouper en une masse pour procéder à la modification de l'emprunt. La société, pour connaître un nouveau souffle, doit procéder à cette restructuration et cela de manière judicieuse.

## **Section 2. L'intérêt du changement des modalités du contrat d'émission**

La modification du contrat d'émission est une alternative que beaucoup de sociétés envisagent lorsqu'elles sont en difficulté. Ces modifications ne peuvent cependant être bénéfiques pour la société, que si elles ont été judicieusement choisies selon ses intérêts, ainsi qu'en conservant les droits des obligataires. Ces changements, proposés par la société, vont être effectués au sein du contrat d'émission, s'ils sont acceptés.

Pour comprendre l'intérêt du changement, nous commencerons par étudier la nature et le contenu du contrat d'émission car celui-ci représente le « terrain » des modifications (§ 1), pour examiner ensuite les modifications qui sont pertinentes pour restructurer la dette de l'émetteur et nous verrons en particulier le cas d'une société (§ 2).

### ***§ 1. Analyse du contrat d'émission***

Lorsque l'on s'intéresse à la modification de l'emprunt obligataire, il est nécessaire de s'interroger sur les relations unissant les obligataires à la société, ceux-ci ayant un droit de créance sur l'émetteur. Ce lien juridique ainsi qualifié permettra de mettre en avant les règles qui trouveront à s'appliquer si une partie est désireuse de modifier les conditions de l'emprunt. Les relations qui unissent la société à l'obligataire sont contractuelles ainsi que collectives. Afin de mieux appréhender ce lien entre l'émetteur et l'obligataire qui se

concrétise au travers du contrat d'émission, nous analyserons, dans un premier temps la nature de celui-ci (A), pour étudier ensuite quel en est le contenu (B).

## A. Nature du contrat d'émission

Les valeurs mobilières peuvent être définies comme des titres correspondant à deux types de contrats. le prêt collectif à long terme qu'est l'emprunt obligataire et le contrat de société. « *Un contrat est une convention par laquelle une ou plusieurs personnes s'obligent, envers une ou plusieurs autres, à donner, à faire ou à ne pas faire quelque chose* »<sup>91</sup>. En ce qui concerne l'emprunt obligataire, deux volontés de contracter se rencontrent. D'une part, celle de la société émettrice qui, pour les besoins de son financement, décide d'émettre des titres représentatifs d'une créance à son encontre, et d'autre part, la volonté de l'obligataire désireux de placer des fonds. En contrepartie d'une prestation donnée, la société émettrice des obligations va concéder un titre à l'obligataire.

Traditionnellement, on rattachait le contrat d'émission au contrat de prêt d'argent qui est un « *contrat par lequel l'une des parties livre à l'autre une certaine quantité de choses qui se consomment par l'usage, à la charge pour cette dernière de lui en rendre autant de même espèce et de même qualité* »<sup>92</sup>. Cependant, si l'obligation relève du contrat de prêt d'argent, elle s'apparente plus qu'elle n'est soumise impérativement aux dispositions de ce contrat. En effet, le contrat de prêt est traditionnellement qualifié de contrat réel<sup>93</sup>. La qualification de contrat de prêt implique la remise de la chose prêtée pour que se forme le contrat. Outre le fait que le remboursement des fonds prêtés peut se faire en une autre chose que celle qui a été prêtée<sup>94</sup>, ce qui n'est en principe pas le cas pour le contrat de prêt de droit commun<sup>95</sup>, la remise des fonds n'intervient pour l'emprunt obligataire que postérieurement à la souscription, date de formation du contrat, et cette remise n'est pas faite simultanément par tous les obligataires.

---

<sup>91</sup> Article 1101 du Code civil.

<sup>92</sup> Article 1892 du Code civil.

<sup>93</sup> Cependant, le prêt consenti par un professionnel n'est pas un contrat réel, Cass.civ., 28 mars 2000 : *Bull.civ.I* 2000, n° 105, p. 70 ; *JCPG*, 26 avril 2000, n°17, p. 753, conclusions J. Sainte-Rose ; *D.*, 8 juin 2000, n° 22, p. 482, note S. Piedelièvre.

<sup>94</sup> Le législateur offre une faculté pour l'obligataire de recevoir des titres de capital à la place des fonds prêtés : il s'agit des obligations remboursables, échangeables ou convertibles en action ; F. Peltier, *La nature juridique des obligations remboursables en actions*, JCP, éd. E, 1992, n° 25, p. 281.

<sup>95</sup> Article 1902 du Code civil : « *l'emprunteur est tenu de rendre les choses prêtées en même quantité et qualité* ».

Cette absence de simultanéité de souscription tient au fait que la société émettrice conclut ce contrat avec une multitude d'obligataires. Il s'agit d'un accord global, auquel adhèrent les souscripteurs à la suite de l'offre de l'émetteur. L'emprunt obligataire représente donc plus un contrat de prêt multilatéral<sup>96</sup>.

Il convient, à présent, d'étudier le contenu du contrat d'émission.

## **B. Contenu du contrat d'émission**

Chaque obligataire signe un contrat par lequel il pourra prouver sa qualité d'obligataire. Ce contrat va comporter diverses mentions, obligatoires ou non, qui sont déterminantes pour le réaménagement de la dette. L'article 214 du décret du 23 mars 1967 énumère les différentes indications que doit contenir le titre d'emprunt obligataire remis aux souscripteurs. Seules certaines d'entre elles vont retenir notre attention.

Concernant, tout d'abord, la stipulation du taux et l'époque du paiement des intérêts, cette mention est indispensable et va permettre à l'obligataire de connaître la rentabilité de son placement. Pour l'émetteur, le paiement des intérêts est lourd, et c'est pour cette raison qu'en cas de restructuration de la dette, il va tenter d'en obtenir un abaissement.

Concernant la date de remboursement, elle représente également un élément indispensable. En effet, si la société a omis d'insérer dans le contrat d'émission une clause de rachat anticipé ou si les obligataires la refusent, celle-ci sera contrainte de rembourser à une date précise. Cela pourra la conduire jusqu'au dépôt de bilan dans l'hypothèse où les charges de l'emprunt obligataire sont trop lourdes et s'étalent trop longuement.

Le contenu du contrat d'émission représente donc un élément indispensable pour mesurer l'étendue des relations existant entre la société et les obligataires. De même, le choix des modifications à opérer au sein du contrat est essentiel pour redresser la société.

### ***§ 2. Les modifications pertinentes pour restructurer la dette de l'émetteur***

Le choix des dispositions du contrat d'émission qui seront soumises à modification, et surtout l'étendue des modifications, sont primordiales. Il est nécessaire que la société se projette dans l'avenir pour établir quelle sera sa situation en cas de réaménagement ainsi que les réaménagements nécessaires pour qu'elle puisse se redresser.

---

<sup>96</sup> S. Benhaim, *Emprunt obligataire et procédure collective*, thèse Paris, 1999, p.8.

Afin d'étudier cette question, nous aborderons tout d'abord les modifications qui sont à opérer (A), pour analyser ensuite l'exemple d'une société qui a procédé à un réaménagement de sa dette obligataire par modification du contrat d'émission (B).

## **A. Les modifications à opérer**

Il peut être dans l'intérêt de l'émetteur de réaménager sa dette, mais également dans celui des obligataires d'accepter une modification des conditions du contrat d'emprunt.

Pour que cela puisse présenter un intérêt, il est nécessaire que les dispositions qui vont faire l'objet de la modification soient judicieusement choisies.

Les modifications du contrat d'émission tendent généralement à :

- allonger la durée de l'emprunt, et ainsi reporter la date de remboursement, ce qui permet à la société d'éviter de faire face à ses dettes pendant une période difficile ;
- réduire le montant des intérêts versés, ce qui va permettre à la société de réduire sa dette, modifier les parités d'échange ou de conversion lorsqu'il s'agit de titres donnant accès au capital ;
- supprimer la prime de remboursement, laquelle représente un écart positif entre le prix d'émission d'une obligation et son prix de remboursement ;
- rembourser par anticipation une partie de l'emprunt obligataire.

En procédant à ces différentes modifications, qui ne sont possibles qu'en cas d'acceptation par l'assemblée des obligataires, la société émettrice a une chance d'améliorer sa situation financière et d'éviter le dépôt de bilan.

On peut noter que la société, même *in bonis*, peut souhaiter réaménager sa dette pour les besoins du marché. Les modifications vont permettre de donner un second souffle à la société. De même, la société peut être sujette à des difficultés de nature conjoncturelle. Une modification des conditions de l'emprunt peut lui permettre de passer ce cap difficile. Si une telle restructuration de la dette n'était pas possible, le maintien de la dette obligataire en l'état pourrait contribuer à la cessation des paiements de la société. L'obligataire doit en principe par le biais du représentant de la masse des obligataires déclarer sa créance. Cependant, l'article L 228-85 du Code de commerce dispose qu' « *A défaut de déclaration par les représentants de la masse, une décision de justice désigne à la demande du représentant des créanciers, un mandataire chargé d'assurer la représentation de la masse dans les opérations de redressement ou de liquidation judiciaires et d'en déclarer la créance* ». Un arrêt de la

Cour de cassation du 2 juin 2004<sup>97</sup> a estimé que cette disposition était applicable aussi bien en cas d'inaction du représentant des créanciers qu'en cas d'absence de toute désignation d'un représentant. La déclaration de créance des obligataires peut donc être faite soit par le représentant de la masse, soit par un mandataire qui aura été désigné en cas d'inaction ou de carence du représentant de la masse. Les chances pour l'obligataire de recouvrer la totalité de sa créance en cas de redressement judiciaire de la société sont grandement compromises. Dès lors, il est de l'intérêt aussi bien de la société que des obligataires d'accepter une modification du contrat d'emprunt : « *un tiens vaut mieux que deux tu l'auras* », car si la société est soumise à une procédure collective, les obligataires ne bénéficient d'aucun régime de faveur et leurs conditions d'indemnisation ne sont pas différentes de celles des autres créanciers chirographaires.

L'engagement obligataire étant un contrat à long terme, la société peut, en cours d'emprunt, faire l'objet d'une procédure collective. Si un plan de continuation est décidé<sup>98</sup>, le succès du redressement du débiteur dépend en grande partie des sacrifices consentis par les créanciers. Les obligataires, en tant que créanciers de la société en redressement, sont ainsi concernés car il s'agira de réaménager leurs créances<sup>99</sup> et donc de modifier les conditions du contrat d'emprunt. Le tribunal peut certes imposer aux obligataires des délais de paiement<sup>100</sup>. Mais, les intérêts continuent d'être dus<sup>101</sup> car les prêts d'une durée supérieure à un an, dont font partie les emprunts obligataires, font exception à la règle de l'arrêt du cours des intérêts<sup>102</sup>. La jurisprudence<sup>103</sup> applique cette règle en matière d'emprunt obligataire. Ainsi, le simple allongement de la durée de l'emprunt peut être coûteux pour la société, et il peut être nécessaire que les obligataires consentent des modifications des conditions contractuelles initialement prévues. A défaut du traitement détaillé et spécifique du passif obligataire dans le plan de continuation et d'un suivi sérieux des réponses formulées aux propositions d'apurement de leur créance par les porteurs de titres, le redressement du débiteur peut être compromis.

A titre d'exemple, dans l'affaire Métrologie International, la société avait obtenu la modification de la date et de la parité de remboursement de l'emprunt.

---

<sup>97</sup> [www.legifrance.gouv.fr](http://www.legifrance.gouv.fr).

<sup>98</sup> Article 61 et suivant de la Loi du 25 janvier 1985, devenu l'article L.621-63 du Code de commerce.

<sup>99</sup> Ph. Reigné et J.-P. Amoros, *Emprunt obligataire et plan de continuation de l'émetteur*, Bull. Joly Bourse, janvier-février 2001, § 2, p. 7

<sup>100</sup> Article L 621-76 alinéa 1 du Code de commerce.

<sup>101</sup> Article L 621-48 alinéa 1 du Code de commerce.

<sup>102</sup> Article L 621-48 du Code de commerce.

<sup>103</sup> Cass. Com., 14 octobre 1997, *D. Affaires*, 1997, p. 1358.

Les différentes modifications peuvent donc avoir un impact considérable sur la santé financière de la société. Afin d'illustrer nos propos, il convient d'étudier l'exemple d'une société.

## **B. Les intérêts du changement : l'exemple d'une société**

Une société exerçant l'activité de créateur, développeur, éditeur et distributeur de jeux vidéo est cotée au nouveau marché. Elle a émis des obligations convertibles en 1998 et des OCEANE (obligations convertibles en actions nouvelles ou existantes) en 2000. Au 31 décembre 2002, elle doit faire face à un endettement de 105 millions d'euros dont 99 millions d'euros de dettes provenant des obligations convertibles et des OCEANE. La société était donc dans l'impossibilité de faire face au paiement du prochain coupon du 31 juillet 2003 d'un montant de 1,4 million d'euros. La société connaissait de graves difficultés de trésorerie au point qu'elle a été empêchée de sortir certains jeux au quatrième trimestre. Les banques refusaient de lui accorder des crédits nécessaires à la production et à la distribution des jeux.

La société a présenté la situation des comptes au 31 décembre 2002, dans l'hypothèse où 50% ou 100% des obligations convertibles et des OCEANE seraient converties en actions. La conversion des obligations change radicalement son bilan. La société voulait procéder à une modification de l'emprunt obligataire. ainsi les obligataires étaient fortement incités à convertir leurs obligations en actions, les nouvelles caractéristiques des obligations étant devenues extrêmement défavorables.

La société a donc convoqué le 30 mai 2003 les porteurs d'obligations convertibles et des OCEANE afin de leur proposer d'en modifier les modalités.

Voyons quelles ont été les propositions de modification :

- Concernant les obligations convertibles :
  - modification du calendrier de remboursement des obligations avec prorogation de 12 années du contrat (soit jusqu'au 1<sup>er</sup> janvier 2020) ;
  - modification du taux nominal des intérêts ramené à 0,10% l'an à compter du coupon du 1<sup>er</sup> janvier 2003 inclus ;
  - report du paiement du coupon annuel à l'échéance des obligations, soit au 1<sup>er</sup> janvier 2020, à compter du coupon du 1<sup>er</sup> janvier 2003 inclus ;

- annulation de la prime de remboursement ;
- modification de la parité de conversion des obligations convertibles 18059, jusqu'au 30 septembre 2003 inclus, attribution de 20 actions nouvelles et/ou existantes pour 1 obligation ; au-delà de ce délai, sera appliquée l'ancienne parité de conversion, soit 8 actions pour 1 obligation convertible 18059.

- Concernant les OCEANE :

- modification du calendrier de remboursement des obligations avec prorogation de 15 années du contrat (soit jusqu'au 1<sup>er</sup> juillet 2020) ;
- modification du taux nominal des intérêts ramené à 0,10% l'an à compter du coupon du 1<sup>er</sup> juillet 2003 inclus ;
- report du paiement du coupon annuel à l'échéance des obligations, soit au 1<sup>er</sup> juillet 2020, à compter du coupon du 1<sup>er</sup> juillet 2003 inclus ;
- annulation de la prime de remboursement ;
- modification de la parité de conversion des OCEANE, jusqu'au 30 septembre 2003 inclus, attribution de 10 actions nouvelles et/ou existantes pour 1 OCEANE 18100 ; au-delà de ce délai, sera appliquée l'ancienne parité de conversion, soit 1 action pour 1 OCEANE 18100.

Les différentes modifications proposées ont été approuvées par les obligataires. Nous étudierons dans notre deuxième partie les conditions dans lesquelles se sont effectués les réaménagements<sup>104</sup>.

En observant les modifications, on peut voir que cela est défavorable pour les obligataires puisqu'il y a une renonciation à la prime de remboursement ainsi qu'une baisse du taux d'intérêt. Ceux-ci ont donc tout intérêt à convertir leurs obligations en actions et cela avant le 30 septembre 2003. Cette dernière modalité étant plus intéressante que de rester obligataires. La conversion permettra à la société de se redresser comme présenté ci-après.

---

<sup>104</sup> Voir *infra* p. 55.

| (En milliers d'euros)          | Comptes semestriels<br>Consolidés provisoires<br>Au 31/12/2002<br>(comptes non audités) | Comptes semestriels<br>Pro-forma au<br>31/12/2002<br>Sur la base de 50% de<br>Conversion des<br>obligations<br>(comptes non audités) | Comptes semestriels<br>pro-forma au<br>31/12/2002 sur la<br>base de 100% de<br>conversion des<br>obligations<br>(comptes non audités) |
|--------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Capital social                 | 9 391                                                                                   | 12 511                                                                                                                               | 15 632                                                                                                                                |
| Capitaux propres               | -57 779                                                                                 | -5 376                                                                                                                               | 37 566                                                                                                                                |
| Dettes financières             | 104 923                                                                                 | 45 482                                                                                                                               | 2 540                                                                                                                                 |
| Résultat net part du<br>groupe | -72 293                                                                                 | -23 011                                                                                                                              | 16 811                                                                                                                                |

On peut donc voir que la situation de la société en cas de conversion est nettement améliorée. Cette conversion permettrait de rétablir une structure financière équilibrée en désendettant et en recapitalisant la société.

On peut donc conclure que le droit commun des contrats interdit la modification unilatérale d'un contrat et soumet une telle modification à l'accord de toutes les parties. Il est nécessaire que les obligataires consentent à la modification. Par dérogation à l'article 1134 du Code civil, même si une modification unilatérale est de toute façon prohibée, la nature collective de l'emprunt obligataire et la constitution des obligataires d'un même emprunt en une masse interfèrent sur les modalités classiques du consentement à la modification d'un contrat. Les obligataires participent à la technique approuvée de la masse obligataire, laquelle représente une contrainte pour l'émetteur, obligé de la consulter en cas de modification du contrat d'emprunt, et une atteinte aux droits individuels des porteurs, tenus de s'incliner devant la décision majoritaire de la masse. Mais si elle représente un instrument de protection des obligataires et un instrument de souplesse de gestion pour l'émetteur de l'emprunt obligataire, est-elle réellement conforme aux intérêts individuels des obligataires ? Ceux-ci ne sont-ils pas bafoués dans certaines hypothèses ? Fort heureusement de tels comportements sont susceptibles d'être sanctionnés. De plus, des limites sont également posées quant aux prérogatives de l'assemblée. Bien que celles-ci soient très étendues, elles ne peuvent pas porter atteinte aux droits individuels de l'obligataire.

## **Titre 2. Les limites au réaménagement de la dette obligataire par son émetteur**

L'article L 228-65 du Code de commerce permet à la société de modifier le contrat d'émission. Comme nous l'avons vu, la masse en se prononçant à la majorité peut adhérer à ces propositions de modification. Les droits individuels des obligataires se trouvent ainsi bafoués et seule la collectivité s'exprime. Même si ces sacrifices sont consentis en vue de favoriser le redressement de l'entreprise, ces décisions prises à la majorité peuvent porter gravement atteinte aux droits individuels des obligataires. Cela crée une grave disparité de traitement entre les obligataires et les autres créanciers de la société.

L'affaire Métrologie International<sup>105</sup> montre que l'application du régime protecteur des obligataires ne peut satisfaire l'ensemble de ceux-ci.

Afin de prévenir cette négation des droits des obligataires, on peut retenir deux techniques que nous allons étudier successivement.

Dans un premier temps, nous aborderons les limites posées par l'article L 228-68 du Code de commerce (Chapitre 1), pour analyser, dans un second temps, l'abus de majorité qui permet d'annuler certaines décisions abusives (Chapitre 2).

### **Chapitre 1. Les limites posées par l'article L 228-68 du Code de commerce**

#### **Chapitre 2. L'abus de majorité**

---

<sup>105</sup> T.com. Nanterre 1<sup>er</sup> ch., 13 sept. 1994: *JCP* 94 éd. E, panorama 1246; *Bull. Joly Bourse*, novembre-décembre 1994, p.590, §117, note F. Peltier; CA Versailles, 12ème ch., 1er sect., 17 nov. 1994: *JCP* 94 éd E, panorama 1327; *Bull. Joly Bourse*, janvier-février 1995, p.37, note T. Bonneau ; *RJDA* 1/95, n°36, p.33 ; Cass.com., 13 juin 1995 : *JCPG* 1995, II, 22522, note Y. Guyon ; *Rev.sociétés* 1995, p.736, note P. Didier; *RJDA* 7/95, n°856, p.686; *Bull.civ.* IV, n°181, p.168.

## **Chapitre 1. Les limites posées par l'article L 228-68 du Code de commerce**

Le caractère collectif de l'emprunt obligataire ne donne pas de pouvoirs illimités à l'assemblée en matière d'abandon de droits. L'article L 228-68 du Code de commerce consacre la théorie des droits individuels de l'obligataire.

En effet, selon cet article : « *Les assemblées ne peuvent ni accroître les charges des obligataires, ni établir un traitement inégal entre les obligataires d'une même masse. Elles ne peuvent décider la conversion des obligations en actions(...)* Toute disposition contraire est réputée non écrite ». Ces mesures portent atteinte à l'essence même du droit de créance et ce droit « *substantiel* » ne saurait en aucun cas être sacrifié par la majorité<sup>106</sup>. Le but poursuivi par le législateur était d'apporter une limite au pouvoir majoritaire des assemblées. Pour ce faire, il est interdit d'engager l'obligataire au-delà de sa mise originelle, de rompre l'égalité fondamentale de l'émission ainsi que de changer la nature du contrat. Ces termes impératifs ne visent qu'à écarter la loi de la majorité dans un domaine où l'on considère comme intangibles les droits individuels des porteurs. Dans cette hypothèse un accord unanime des obligataires est donc requis : tous les obligataires doivent être présents et consentir au vote de l'assemblée.

Dans nos développements, nous n'étudierons pas la troisième prohibition qui interdit la conversion des obligations en actions. Cette interdiction vient du fait qu'il est impossible de modifier la nature même du contrat. L'assemblée outrepasserait ses pouvoirs dans un tel cas car le droit de devenir et de rester obligataire est inhérent à ce dernier.

Nous aborderons tout d'abord l'interdiction d'accroître les charges des obligataires (section 1), pour étudier ensuite l'interdiction de rompre l'égalité entre les obligataires (section 2).

### **Section 1. L'interdiction d'accroître les charges des obligataires**

L'article L 228-68 du Code de commerce dispose que : « *Les assemblées ne peuvent ni accroître les charges des obligataires...* ».

L'article L 228-68 du Code de commerce vient ainsi encadrer la mise en œuvre de l'article L 228-65 du même code. Cela va permettre de limiter la portée des modifications susceptibles d'être apportées au contrat d'émission.

---

<sup>106</sup> H. Causse, *Les titres négociables*, Bibliothèque du droit de l'entreprise, Litec, 1993

Le problème qui se pose depuis l'apparition de cette notion d'accroissement des charges est de savoir quelle en est la portée, à partir de quel moment peut-on parler d'accroissement des charges et non plus de simple modification (paragraphe 1)? Il convient également de présenter les sanctions en cas d'accroissement de charges des obligataires (paragraphe 2).

### **§ 1. La notion d'accroissement des charges**

Cette notion d'accroissement des charges signifie que la majorité ne peut forcer la minorité à un nouveau sacrifice. La notion d'accroissement des charges qui existe depuis le décret-loi du 30 octobre 1935 n'est pas définie par la loi et reste mal définie par la doctrine. En effet, beaucoup d'auteurs s'interrogent sur l'étendue de cette notion. Aujourd'hui encore, l'accroissement des charges reste un concept flou et il est difficile d'en donner une définition (A). C'est pour cette raison qu'il est nécessaire de faire un parallèle avec d'autres dispositions pour tenter d'établir les contours de cette notion (B).

#### **A. Une notion floue**

Il existe peu de doctrine ou de jurisprudence sur la matière. L'auteur le plus prolixe sur la question souligne simplement « la difficulté d'interprétation du 3<sup>ème</sup> alinéa de l'article L 228-68 du Code de commerce si on le combine avec l'article L 228-65 »<sup>107</sup>.

L'accroissement des charges peut ne pas être pris dans le sens large de changer la situation des obligataires.

Il est nécessaire de préciser davantage la notion d'imposition aux obligataires d'une mise de fond dépassant leur versement initial. En ce qui concerne les dépenses de gestion, c'est-à-dire les dépenses faites dans le but d'assurer à la masse des obligataires l'exercice normal de ses droits, elles ne constituent nullement un accroissement des charges des obligataires.

En revanche, les contributions supplémentaires réclamées aux obligataires à l'occasion d'une réorganisation de l'entreprise par exemple constituent des emprunts forcés qui sont prohibés.

Ne constituent donc pas un accroissement des charges pour les obligataires, toutes les mesures n'entraînant pas directement ou indirectement une nouvelle mise de fonds. On peut donc voir, par exemple, que la prolongation de la durée de l'emprunt au-delà du terme initialement fixé ne constitue pas une augmentation des charges car elle n'impose pas aux obligataires un

---

<sup>107</sup> Y. Guyon, *Droit des affaires*, Tome 1, 12<sup>ème</sup> édition, n°764, p.819.

versement supplémentaire mais un simple délai pour le remboursement de versements déjà effectués. A l'inverse, l'assemblée ne peut pas interdire à l'obligataire de régler sa dette par voie de compensation.

Les obligataires qui souscrivent à un emprunt s'engagent à verser un certain montant, mais doivent avoir la certitude que leurs engagements envers la société ne seront pas augmentés.

Cette notion semble instable et pour la cerner davantage, il est opportun de la comparer avec d'autres dispositions.

## **B. Le rapprochement avec d'autres dispositions**

Nous établirons dans un premier temps un rapprochement avec l'article 21 du décret-loi du 30 octobre 1935 (1), pour nous attacher ensuite à l'article L 225-96 relatif aux actionnaires (2).

### **1. L'article 21 du décret-loi de 1935**

Le décret-loi du 30 octobre 1935 donnait des indications sur ce que pouvait être un accroissement des charges. Dans son article 21, le décret interdisait aux assemblées « *d'accroître les charges des obligataires ou porteurs de titres d'emprunt et, en particulier, de leur imposer un versement supplémentaire...* ». Cette dernière précision ne constitue qu'un exemple, mais elle fournit une indication utile sur les intentions du législateur. On peut voir que ce qui est interdit par la loi ce sont exclusivement les mesures entraînant une augmentation de l'emprunt contracté par les souscripteurs d'obligations envers la société.

L'accroissement des charges doit donc s'entendre du fait d'imposer de nouveaux sacrifices pécuniaires aux obligataires ou de l'augmentation de l'étendue ou des modalités des sacrifices stipulés.

Cette indication a été reprise par la loi du 24 juillet 1966 et codifiée à l'article L 228-68, mais l'on pense tout de même que l'accroissement des charges se perçoit toujours comme un versement supplémentaire.

## **2. L'article L 225-96 relatif aux actionnaires**

En l'absence de jurisprudence sur l'article L 228-68 du Code de commerce, il est possible pour tenter d'appréhender la notion d'accroissement des charges de se référer à l'arrêt de la Cour de cassation du 9 février 1937<sup>108</sup> afférent à l'article L 225-96 du Code de commerce qui interdit aux assemblées d'actionnaires d'augmenter les engagements de ces derniers. On admet ainsi que ce qui est interdit, ce sont des mesures entraînant une aggravation de la dette contractée par les souscripteurs d'actions envers la société quelle qu'en soit la forme, à savoir : versements supplémentaires, avance de l'époque fixée pour la libération des actions, augmentation du taux des intérêts moratoires, interdiction de se libérer par compensation.

L'arrêt de 1937 affirme que l'article 31<sup>109</sup>, paragraphe 1<sup>er</sup>, de la loi du 24 juillet 1867, en autorisant l'assemblée générale à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions, sous réserve de ne pas augmenter les engagements des actionnaires, apporte à la règle générale une dérogation qui doit être interprétée de manière restrictive.

Les engagements initiaux des actionnaires ne sont donc augmentés que si les décisions prises par l'assemblée générale entraînent une aggravation de la dette contractée par eux envers la société ou envers les tiers. A l'inverse, tel n'est pas l'effet d'une modification qui diminue les droits des actionnaires mais ne constitue pas une augmentation de leurs engagements, comme dans le cas examiné en 1937 où il s'agissait de l'introduction d'un droit de préemption.

Il existe une réelle analogie entre l'article L 225-96 du Code de commerce et l'article L 228-68 du même code. On peut donc dire que ce qui est interdit aux assemblées d'obligataires, ce sont des mesures entraînant une augmentation de l'engagement initial pris par l'obligataire envers la société : on ne peut pas exiger de l'obligataire un apport supplémentaire sans que celui-ci y ait consenti personnellement.

L'accroissement des charges des obligataires étant prohibé par le Code de commerce, des sanctions y sont attachées.

---

<sup>108</sup> Cass.Civ., 9 février 1937 : *DP* 1937, 1, p. 73, note Besson.

<sup>109</sup> Cet article prévoyait, comme l'article L 225-96, l'impossibilité d'augmenter les engagements des actionnaires.

## **§ 2. Sanctions de la prohibition légale**

C'est l'article L 228-68 alinéa 3 du Code de commerce qui nous renseigne sur la sanction en cas d'accroissement des charges des obligataires. Celui-ci dispose que « *Toute disposition contraire est réputée non écrite* ». On peut donc en conclure que la sanction est la nullité de la délibération prohibée. Les obligataires n'auront donc pas à faire des sacrifices supplémentaires si chacun ne s'est pas prononcé sur son sort. En effet, on revient au droit commun des contrats et il est nécessaire à la société d'avoir un accord unanime des obligataires. Chaque obligataire va décider de son propre sort. De même, on peut imaginer que seuls certains obligataires consentent à des sacrifices supplémentaires.

L'accroissement des charges des obligataires est donc clairement proscriit par la loi. Cette disposition semble indispensable à la protection des obligataires, tout comme l'est l'interdiction de rompre l'égalité entre ces derniers.

### **Section 2. L'interdiction de rompre l'égalité entre les obligataires**

La masse agit pour le compte et au nom de tous les obligataires, sans différence de traitement. En effet, l'article L 228-68 du Code de commerce traduit le principe d'égalité entre les obligataires. Ce principe doit être respecté au travers des résolutions prises par l'assemblée. Le champ d'application de ce principe ne concerne que les obligataires appartenant à la même masse ou qui, relevant d'un même emprunt, appartiennent à la même série d'émission.

Afin d'étudier ce principe, il convient de l'aborder dans un premier temps dans le cadre du rachat d'obligations (paragraphe 1), pour l'analyser ensuite dans le cadre de la modification du contrat d'émission (paragraphe 2).

#### **§ 1. Concernant le rachat d'obligations**

En principe la procédure de rachat d'obligations est plus équitable que la modification de l'emprunt obligataire puisqu'elle accorde un droit individuel au porteur de participer ou non à la restructuration. Cependant, le rachat d'obligations peut engendrer une rupture d'égalité entre les porteurs dont les titres sont rachetés et ceux qui doivent attendre l'échéance normale de remboursement.

De plus, lorsque les valeurs mobilières rachetées sont cotées en bourse, le rachat est susceptible d'exercer une influence sur le marché et notamment sur le cours de bourse. La transparence du marché ainsi que l'égalité entre les porteurs risquent d'être menacées.

Le rachat peut engendrer une rupture d'égalité entre les porteurs dont les titres sont rachetés et ceux qui doivent attendre l'échéance normale de remboursement. Or le principe d'égalité a vocation à régir les relations qui s'établissent entre les titulaires de valeurs mobilières dans la mesure où chaque valeur mobilière n'est que la fraction d'un contrat global et unique qui a été divisé en coupures.

Certains obligataires voient donc leurs titres rachetés par la société de manière anticipée, sans avoir à attendre l'échéance, alors que d'autres doivent patienter jusqu'au terme. Cette situation engendre donc des ruptures d'égalité entre les porteurs. Cela entraîne parfois une modification sensible des chances de remboursement des porteurs non rachetés. En effet, les chances de rachat risquent de diminuer dans la mesure où le rachat a un effet sur le patrimoine de la société, ce qui peut éventuellement mettre en péril le remboursement futur. De plus, dans certaines circonstances, le rachat s'effectue à un prix supérieur au pair ce qui entraîne également une rupture d'égalité.

Le rachat en bourse d'obligations provoque donc des ruptures d'égalité relativement importantes. Cette modalité reste cependant toujours plus équitable que la modification du contrat d'émission dont nous allons à présent faire l'étude.

## ***§ 2. Concernant la modification du contrat d'émission***

C'est en vertu de l'égalité entre les porteurs que ceux-ci peuvent être réunis en une masse. On ne conçoit donc pas que l'assemblée puisse établir un traitement inégal entre les obligataires. La protection de la minorité vient du respect de la loi de l'égalité, qui s'applique également aux actionnaires<sup>110</sup>. La masse agit pour le compte et au nom des obligataires, sans différence de traitement. On peut voir ici la volonté du législateur d'assurer et de conserver intacte la communauté d'intérêts existant entre les obligataires d'un même emprunt. Le champ d'application de ce principe ne concerne que les obligataires appartenant à la même masse ou qui, relevant d'un même emprunt, appartiennent à la même série d'émission. Ainsi, les décisions prises par l'assemblée doivent concerner l'ensemble des obligataires de la même

---

<sup>110</sup> Article 1836 du Code civil

masse. L'assemblée ne pourra pas, par exemple, accepter à l'égard de certains obligataires seulement une modification du taux d'intérêt ou du taux de remboursement. De même, il est inconcevable d'attribuer un droit de vote plus élevé à certains obligataires. C'est par application de ce principe que la cour d'appel de Paris, dans un arrêt du 28 avril 1938<sup>111</sup>, a déclaré illicite une transaction conclue entre l'assemblée générale et la société débitrice réservant un sort différent aux titres amortis ou aux coupons échus avant une certaine date.

Selon P. Cordonnier<sup>112</sup>, « même les ruptures d'égalité occasionnelles ou indirectes sont illicites :. celles par exemple qui surviendraient à l'occasion du remboursement ou du rachat des obligations ».

Cependant, rien n'interdit à certains obligataires de renoncer, à titre individuel, à certains droits mais cette renonciation est sans effet sur les autres obligataires.

Les décisions prises par les assemblées d'obligataires sont donc limitées par la protection des droits inhérents aux obligataires. Parallèlement, si les obligataires se sentent abusés dans leurs droits, s'ils pensent qu'un vote a été orienté au profit de la société ou des majoritaires, il leur est possible d'intenter une action contre la décision.

## **Chapitre 2. L'abus de majorité**

Dans ce chapitre, nous allons nous intéresser aux limites au réaménagement de la dette par l'émetteur, du fait que la décision prise par la masse des obligataires soit abusive. En effet, lorsque la masse des obligataires prend des décisions, il est possible que celle-ci se prononce dans un sens contraire à celui des intérêts de l'ensemble des obligataires, mais conforme aux intérêts du groupe majoritaire. Etant donné les règles de quorum et de majorité<sup>113</sup>, il est relativement facile pour un gros porteur d'imposer sa décision<sup>114</sup>. Les minoritaires se voient alors imposer une situation qu'ils n'auront pas décidée et n'auront d'autre choix que de faire annuler la décision si celle-ci se révèle abusive.

Il existe une autre hypothèse dans laquelle la société ne pourra modifier son emprunt en raison de la décision de l'assemblée : il s'agit du cas du refus de la proposition de restructuration par

---

<sup>111</sup> Paris, 28 avril 1938, *Gaz. des Trib.*, 11 juin 1938.

<sup>112</sup> P. Cordonnier, *Le nouveau régime des obligataires ou porteurs de titres d'emprunts*, Sirey, 1936.

<sup>113</sup> Voir *supra* p. 39.

<sup>114</sup> L'ordonnance 2004-604 du 24 juin 2004 ayant modifié les règles de majorité il paraît moins aisé d'imposer une décision aux minoritaires.

les obligataires. La Commission des opérations de bourse<sup>115</sup> a rappelé que la société « *ne saurait permettre des dérogations aux principes généraux du droit des contrats ni substituer sa propre appréciation à celle des obligataires qui seuls ont le pouvoir d'accepter une modification du contrat d'émission* ».

C'est ainsi que les projets de modification unilatérale des contrats d'émission obligataires ont toujours rencontré l'opposition de la COB.

Si les propositions de modifications du contrat d'emprunt sont rejetées ou si l'assemblée n'a pu délibérer valablement, la société ne pourra passer outre, même en offrant le remboursement immédiat de leurs titres aux obligataires dissidents. Elle ne pourra que suspendre l'opération projetée ou présenter de nouvelles propositions à l'assemblée. Cependant, pour éviter ce risque de blocage, les contrats d'emprunts stipulent généralement une clause de rachat anticipé. En définitive, toute modification du contrat d'émission non approuvée serait nulle<sup>116</sup>. Cette hypothèse étant envisagée, il convient d'étudier dans nos développements l'abus de majorité. Pour ce faire, nous aborderons dans une première section l'application de la théorie de l'abus de majorité (section 1), pour analyser dans une seconde section la prévention des abus par un retour à des solutions posées par le décret-loi du 30 octobre 1935 (section 2).

### **Section 1. L'application de la théorie de l'abus de majorité**

La doctrine de l'abus de vote est également invoquée pour protéger la minorité dissidente des assemblées d'obligataires. Au sein des assemblées d'obligataires, l'abus de majorité peut se définir comme une décision prise par un obligataire ou un groupe d'obligataires détenteurs de la majorité des obligations, contrairement à l'intérêt de la masse et dans l'unique dessein de favoriser le groupe majoritaire ou la société débitrice au détriment de la minorité<sup>117</sup>.

Nous étudierons tout d'abord la définition de cette notion (paragraphe 1), pour aborder ensuite, les sanctions qui y sont attachées (paragraphe 2).

---

<sup>115</sup> Bull.COB, février 1990, n° 233, p.14 et s.

<sup>116</sup> Article L 235-1 alinéa 2 du Code de commerce

<sup>117</sup> G. Cornu, *Vocabulaire juridique*, Association Henri Capitant, édition PUF, p. 6.

## **§ 1. Définition de l'abus de majorité**

Afin de comprendre comment s'orchestre l'abus de majorité dans les assemblées d'obligataires, il serait intéressant d'étudier d'abord, les critères de l'abus (A), pour s'intéresser ensuite à son application concrète (B).

### **A. Critère de l'abus**

Dans les assemblées d'obligataires, la résolution abusive se manifeste par l'expression d'une volonté majoritaire, néfaste aux obligataires et désireuse d'avantager la société débitrice. En principe, le droit de vote doit être utilisé dans l'intérêt des obligataires et non dans celui de la société emprunteuse. Avant le décret de 1935, la masse des porteurs était déjà soumise à la loi de la majorité lorsqu'elle était constituée en société civile ou en association. L'apparition de la masse n'affectera pas les solutions qui étaient données au problème de l'abus de majorité au problème de l'abus de majorité.

Ce qui est de nature à multiplier les détournements de pouvoirs dans les assemblées d'obligataires, c'est que ces assemblées existent surtout dans l'intérêt de la société emprunteuse et non dans celui des porteurs d'obligations. On peut d'ailleurs voir à cet effet, que les convocations des obligataires ont lieu presque toujours quand la société désire atténuer les modalités du prêt.

Les abus de majorité qui se produisent au sein des assemblées d'obligataires se manifestent toujours lorsque le mécanisme de l'assemblée fonctionne dans l'intérêt de l'emprunteuse, c'est-à-dire dans tous les cas où la majorité est appelée à restreindre les droits résultant du contrat initial. L'abus de vote aura lieu quand les membres prépondérants de l'assemblée des obligataires seront gagnés aux intérêts des actionnaires. En favorisant la société, ils trahissent l'intérêt du groupe qu'ils avaient pour mission de défendre.

Même si la majorité est régulière, elle peut être critiquée si elle abuse de son droit. Il y aura abus de majorité lorsque la majorité a une intention malicieuse et prend des résolutions qui ont pour effet, non pas seulement de sacrifier les intérêts de la minorité, mais aussi de sacrifier les véritables intérêts de la collectivité tout entière. La majorité numérique n'est donc qu'une expression erronée de la volonté collective. Les décisions en assemblée ont, en principe, été prises à la majorité. Le problème qui se pose est que cette majorité est l'émanation même de la société émettrice. Elle est en effet, constituée par quelques gros porteurs d'obligations qui

sont très souvent aussi d'importants actionnaires et qui font passer les intérêts de la société avant ceux des obligataires qu'ils sacrifient délibérément. La minorité ne peut que s'incliner devant la force du nombre.

Il est cependant important de noter que dans certaines circonstances, il faudra que la masse envisage son intérêt à travers celui de la société. Une concession peut consacrer un amoindrissement réel des droits des obligataires, mais pourra peut-être leur épargner les suites plus fâcheuses qu'entraînerait un dépôt de bilan. Il doit y avoir une collaboration entre le créancier et le débiteur : ils doivent se fournir réciproquement l'appui nécessaire qui conduira leur contrat à bonnes fins.

L'abus se caractérise donc par une intention de nuire aux intérêts collectifs. Il convient d'apprécier cette notion au sein des assemblées d'obligataires.

## **B. Application aux assemblées d'obligataires**

Afin d'étudier plus en détail le problème de l'abus dans les assemblées d'obligataires, il serait intéressant d'en étudier l'application pratique. Pour ce faire, nous aborderons dans un premier temps, les cas jurisprudentiels (1), pour examiner, dans un second temps, l'exemple d'une société (2).

### **1. Cas jurisprudentiels**

La notion d'abus, qui s'illustre dans les groupements d'obligataires puis dans la masse, va très vite intéresser la doctrine et la jurisprudence. Le problème qui se posait avant la parution du décret-loi du 30 octobre 1935, était que les groupements d'obligataires sous forme de sociétés civiles ou d'associations entraînaient un grand nombre d'abus. En 1924, la cour d'appel de Paris a rendu un arrêt qui eut un retentissement important car il ébranlait les fondements des groupements : il s'agit de l'arrêt rendu le 20 mars 1924<sup>118</sup> dans l'affaire de la Banco el Hogar Argentino. Une société avait annoncé dans le prospectus d'émission que les coupons seraient payés et les titres remboursés, soit à Paris en francs français, soit à Buenos Aires en pesos. Une clause de la société civile des obligataires précisait que toutes les décisions prises par la majorité seraient obligatoires pour les dissidents, les absents et les incapables. Une assemblée avait accepté à la majorité de 72% le remboursement des obligations restant en circulation au

---

<sup>118</sup> CA de Paris, 20 mars 1924, *Rev. sociétés*, 1924, p. 205.

prix de 550 francs français. La minorité refusa de se soumettre et porta le litige devant le tribunal de la Seine en arguant d'une collusion entre les représentants de la société débitrice et ceux de la société civile d'obligataires. Le tribunal de la Seine, puis la cour de Paris accueillirent leur demande, en estimant que les représentants des obligataires ne pouvaient engager ces derniers que dans la limite du mandat qu'ils en avaient reçu. Sur pourvoi de la société débitrice, la Chambre des Requêtes<sup>119</sup> a confirmé cette thèse. On peut voir dans cette affaire que les tribunaux utilisent le mandat pour démasquer un abus de majorité. Il n'est pas fait appel directement, à la notion d'abus de droit. Cette notion qui a inspiré de nombreuses décisions est à peine apparente à la lecture des motifs des arrêts anciens, comme si le juge n'osait pas recourir ouvertement à ce concept.

C'est seulement en 1926 que l'on va trouver les premières formules où le juge exprime réellement sa pensée. Dans un arrêt du 11 décembre 1926<sup>120</sup>, la cour d'appel de Besançon dispose que les groupements d'obligataires ne peuvent avoir d'autre but légitime que de protéger les intérêts collectifs des obligataires. Ce groupement ne peut en aucun cas imposer aux porteurs de titres l'abandon de certains droits essentiels. Le juge ne se cache plus derrière le mandat ou derrière des agissements frauduleux pour découvrir l'abus de majorité, mais au contraire il l'affirme clairement.

Des arrêts récents nous offrent également des illustrations d'abus de majorité dans les assemblées d'obligataires. Dans l'affaire Métrologie International<sup>121</sup>, les minoritaires ont estimé que la décision était abusive. Les obligataires soutenaient que les filiales de l'actionnaire à plus de 10% de la société Métrologie International détenaient 23,36% de l'émission par la société Métrologie International d'ORA et représentaient donc la majorité des porteurs. Le vote de ces filiales fut exprimé par un mandataire unique qui était salarié de la société mère. D'après les obligataires, ce sont donc les intérêts du groupe et la volonté de l'actionnaire principal de la société Métrologie International qui ont prévalu à l'assemblée générale des porteurs d'ORA au détriment des intérêts de la masse. Ils soutenaient également qu'il existait une absence d'indépendance des organes de la filiale à l'égard de la société-mère. En lisant à travers les lignes, on perçoit que les obligataires se sentent victime d'un abus de majorité.

---

<sup>119</sup> Ch. des requêtes, 27 juillet 1929, *Gaz. Soc.*, 1929, p. 234.

<sup>120</sup> CA de Besançon, 11 décembre 1926, *Dalloz*, 1928.2.57, note Escarra.

<sup>121</sup> T.com. Nanterre 1<sup>er</sup> ch., 13 sept. 1994: *JCP* 94 éd. E, panorama 1246; *Bull. Joly Bourse*, novembre-décembre 1994, p.590, §117, note F. Peltier; CA Versailles, 12ème ch., 1er sect., 17 nov. 1994: *JCP* 94 éd E, panorama 1327; *Bull. Joly Bourse*, janvier-février 1995, p.37, note T. Bonneau ; *RJDA* 1/95, n°36, p.33 ; *Cass.com.*, 13 juin 1995 : *JCPG* 1995, II, 22522, note Y. Guyon ; *Rev.sociétés* 1995, p.736, note P. Didier; *RJDA* 7/95, n°856, p.686; *Bull.civ.* IV, n°181, p.168.

Alors que la cour d'appel de Versailles avait accueilli leur demande, la Cour de cassation rejeta leur argumentation. Cette dernière estima que ceux-ci n'avaient pas rapporté la preuve que la société-mère avait imposé à ses filiales un vote contraire à leurs intérêts d'obligataires, ni que ces filiales avaient voté en considération d'autres intérêts que leur intérêt de porteur d'ORA. En effet, la Cour de cassation relève l'argument déjà soulevé en première instance à savoir que les filiales souffriront, dans leurs bilans respectifs des mêmes sacrifices que les autres porteurs d'ORA. De plus, la COB indiqua dans un rapport que : « *les contributions des actionnaires, des porteurs d'obligations remboursables en actions, et des obligataires simples apparaissent équitables au regard de leur situation juridique et de la prise de risque que chacun des partenaires avait initialement pris vis-à-vis de la société* ». Ainsi, la Cour de cassation décide que la décision de l'assemblée générale des obligataires n'est pas abusive, étant donné que les sacrifices consentis sont équitablement répartis : aucune manœuvre frauduleuse n'entache donc la délibération.

Ayant étudié les cas jurisprudentiels, il est intéressant d'examiner maintenant l'exemple d'une société dont les délibérations des assemblées obligataires paraissent frauduleuses mais dont l'affaire n'a pas été jugée.

## **2. Exemple d'une société**

Nous allons revenir ici sur l'exemple de la société que nous avons étudié précédemment. Cette société qui avait émis des obligations convertibles ainsi que des OCEANE souhaite modifier son emprunt obligataire. Elle doit donc réunir chacun des groupes d'obligataires pour une assemblée générale afin que ceux-ci acceptent les modifications.

L'assemblée générale des porteurs d'OCEANE a approuvé les modifications sur première convocation le 30 mai 2003. Treize propriétaires d'obligations possédant ensemble 312 646 titres, étaient présents ou représentés, dont un représentant 304.924 titres sur un total de 1 083 459 titres.

Sur deuxième convocation, l'assemblée générale des porteurs d'obligations convertibles a approuvé les modifications proposées le 5 juin 2003. Sur un total de 82 347 titres, 9 porteurs étaient présents ou représentés possédant, ensemble 12 376 titres.

On peut voir dans ces deux résolutions qui ont été prises par l'assemblée, que les obligations convertibles et les OCEANE sont entre les mains d'institutionnels prépondérants. Ceux-ci n'ont aucun mal à imposer leur volonté aux petits porteurs, volonté qui n'est pas

nécessairement orientée dans le sens d'un intérêt commun à tous les porteurs. Il arrive d'ailleurs que l'émetteur négocie directement avec les gros porteurs pour obtenir les modifications souhaitées. Dans cette hypothèse, il est certain que l'intérêt poursuivi ne sera pas celui de la masse mais celui des majoritaires ou de la société. Ce comportement pourra alors être aisément qualifié d'abus de majorité.

Pour éviter que les abus ne soient trop fréquents, la Commission des opérations de bourse s'est évertuée à rappeler les prohibitions de l'article L 228-68 du Code de commerce ainsi que la nécessaire bonne information des porteurs, en s'assurant que l'émetteur publiera par avance la teneur des modifications qu'il propose d'apporter au contrat d'émission, afin que les porteurs (surtout les petits porteurs) puissent faire valoir leurs droits lors de l'assemblée générale.

Les porteurs d'obligations ne peuvent donc pas se comporter comme ils l'entendent et des barrières, dont celle de l'abus, ne doivent pas être franchies. Pour encadrer leur comportement de manière efficace, des sanctions ont été prévues.

## **§ 2. Sanctions de l'abus de majorité**

Afin d'analyser les sanctions applicables aux comportements abusifs des obligataires, il convient d'examiner dans un premier temps les personnes pouvant agir (A), pour étudier dans un second temps les sanctions proprement dites (B).

### **A. Les personnes pouvant agir**

Le problème qui se pose en l'espèce, est de savoir si les obligataires ont le pouvoir d'agir personnellement en nullité d'une décision de la masse. La loi<sup>122</sup> prévoit que les représentants de la masse ont seule qualité pour engager les actions en nullité de la société émettrice ou de ses actes. Cependant, il ne s'agit que des actes de la société émettrice, et on ne saurait formellement y assimiler la nullité d'une délibération de la masse<sup>123</sup>. Cette distinction avait déjà été opérée par un arrêt rendu par la cour d'appel de Paris dans l'affaire LVMH<sup>124</sup>.

---

<sup>122</sup> Article L 228-54 du Code de commerce

<sup>123</sup> P. Le Cannu, *Obligation remboursables en actions : les enseignements de l'arrêt métrologie internationale*, Bull. Joly Bourse, juillet août 1995, p. 260.

<sup>124</sup> CA Paris, 26 avril 1990 : *Bull. Joly*, 1990, p. 536, § 141, note M. Jeantin ; *Rev. sociétés*, 1990, p. 425, note P. Le Cannu ; *RJ com.* 1990. 253, note D. Schmidt ; *JCP, éd. E.*, 1991, II, n° 175, note H. Causse.

S'agissant des décisions de la masse, celles-ci affectent directement les obligataires. Ils peuvent donc agir en nullité des décisions de la masse, même s'il peut paraître choquant de permettre une totale liberté aux obligataires contre les décisions de la masse et d'encadrer restrictivement les actions contre les actes de la société émettrice, car l'annulation de la décision de la masse aura de toute façon pour effet de porter atteinte à la validité des actes de la société, celle-ci ne pouvant modifier directement l'emprunt obligataire sans l'assentiment de la masse. La nullité pour abus de majorité d'une délibération prise en assemblée générale étant d'ordre public, l'action en nullité est ouverte même aux obligataires qui ont voté en faveur de cette décision.

L'action en nullité semble donc ouverte à toute personne intéressée. Il convient donc d'étudier quelle sanction va résulter de cette action.

## **B. La sanction proprement dite**

La validité de la décision de l'assemblée des obligataires s'apprécie de la même manière que pour les assemblées d'actionnaires. Dans le silence de la loi du 24 juillet 1966, c'est la jurisprudence qui a fixé les sanctions applicables en cas d'abus de majorité. Ces décisions condamnent unanimement les auteurs de l'abus au paiement de dommages et intérêts et prononcent la nullité des délibérations adoptées. L'abus commis dans l'exercice du droit de vote lors d'une assemblée générale affecte par lui-même la régularité des délibérations de cette assemblée. Cette dernière doit donc être annulée.

Les dommages et intérêts sont destinés à réparer le préjudice causé par l'abus.

La preuve de l'abus de majorité est particulièrement difficile à rapporter. Il faut que soit apportée la preuve du sens dans lequel chaque associé a voté. Pour obtenir ces dommages et intérêts, les victimes doivent démontrer l'existence d'une faute, du préjudice subi et du lien de causalité.

Les abus ne sont donc pas inimaginables dans les assemblées d'obligataires et ils sont même de plus en plus présents du fait des difficultés que connaissent les sociétés. Il est donc nécessaire de s'interroger sur les solutions permettant de prévenir ces abus.

## **Section 2. La prévention des abus : le retour souhaitable aux situations prévues par le décret-loi du 30 octobre 1935**

Le décret-loi du 30 octobre 1935 a été repris dans sa quasi-totalité par les dispositions de la loi du 24 juillet 1966, elle-même intégrée au Code de commerce. Cependant, il est regrettable d'observer que certaines mesures ont été abandonnées alors même qu'elles auraient été d'une grande utilité pour la prévention des abus au sein des assemblées d'obligataires. Il convient d'étudier tout d'abord la distinction entre assemblée ordinaire et assemblée extraordinaire (paragraphe 1), pour nous attarder ensuite sur l'homologation judiciaire de la décision de l'assemblée (paragraphe 2).

### **§ 1. Le retour souhaité à la distinction entre assemblée ordinaire et assemblée extraordinaire**

Le décret-loi du 30 octobre 1935 prévoyait que les décisions prises dans les assemblées d'obligataires se divisaient entre les assemblées ordinaires et les assemblées extraordinaires selon l'importance de la délibération. Alors que cette distinction existe toujours pour les actionnaires, elle a été supprimée pour les obligataires.

Deux articles séparaient alors ces deux types d'assemblées. L'article 19 concernait les assemblées ordinaires et disposait que celle-ci délibère « *sur toutes mesures ayant pour objet d'assurer la défense des obligataires(...)et l'exécution du contrat d'emprunt, ainsi que sur les dépenses de gestion que ces mesures peuvent entraîner, tels que frais d'étude, de consultation ou de procédure* ». Les conditions de quorum étaient d'un tiers sur première convocation et facultative sur deuxième convocation, et les conditions de majorité étaient de la moitié des obligataires présents ou représentés, plus une voix.

Concernant les assemblées extraordinaires, elles étaient traitées par l'article 20. L'alinéa premier disposait que « *L'assemblée délibère également sur toutes les propositions de la société débitrice relatives à la modification de la forme de la société, propositions relatives à la fusion de la société avec une autre société, propositions relatives à l'émission d'obligations comportant un droit de préférence* ».

C'est plus particulièrement l'alinéa 2 de l'article 20 qui nous intéresse puisqu'il concerne la modification de l'emprunt obligataire : « *L'assemblée délibère également sur les propositions relatives, soit à l'abandon total ou partiel des garanties conférées, soit à la prorogation des intérêts, soit à la modification des modalités d'amortissement, soit à une transaction sur des*

*droits litigieux, ou ayant fait l'objet de décisions judiciaires* ». Dans le cadre des assemblées extraordinaires, le quorum était de trois quarts sur première convocation, d'un demi sur deuxième convocation et d'un quart sur troisième. S'agissant des règles de majorité, il était nécessaire d'obtenir les deux tiers des voix des obligataires présents ou représentés.

Depuis la loi du 5 janvier 1988, il n'est plus nécessaire d'avoir recours à une assemblée extraordinaire concernant la modification de l'emprunt obligataire. C'est regrettable car les règles étant extrêmement assouplies, il devient facile pour un gros porteur d'imposer sa volonté. Le système prévu à l'époque obligeait un certain nombre d'obligataires à se déplacer et également un certain nombre à adhérer aux propositions. Seules les décisions ne revêtant pas une grande importance étaient soumises à un quorum et à une majorité faibles, alors qu'aujourd'hui toutes les délibérations sont mises sur un pied d'égalité, même les plus capitales telle que la modification de l'emprunt obligataire.

Afin de comprendre réellement l'écart qui existe entre une modification avant la loi du 24 juillet 1966 et entre le régime applicable sous le décret-loi du 30 octobre 1935, il serait intéressant d'envisager un exemple chiffré. Une société qui a émis 1000 obligations souhaite modifier le contrat d'émission des obligataires. Avant la loi du 5 janvier 1988, cette opération aurait été soumise à l'article 20 alinéa 2 du décret-loi. Pour que cela puisse aboutir, il aurait été nécessaire que les porteurs de 750 obligations se déplacent ou se fassent représenter à l'assemblée. Sur ces 750 obligations, 500 auraient dû voter dans un sens favorable pour que la modification du contrat initial puisse s'opérer. La même société souhaitant procéder aux mêmes modifications après la loi du 5 janvier 1988 doit réunir en assemblée seulement 250 obligations. Sur ces 250, seuls les porteurs de 126 obligations doivent voter dans un sens favorable pour que la modification s'opère. On peut donc conclure, avec certitude, après cet exemple chiffré, que la majorité étant bien plus faible aujourd'hui, l'abus sera facilement caractérisé. On peut cependant noter que des efforts ont été accomplis : l'ordonnance 2004-604 a en effet augmenté la majorité des voix aux deux tiers. Quoi qu'il en soit, il serait opportun de revenir à la distinction entre assemblée ordinaire et assemblée extraordinaire pour éviter que des droits essentiels des obligataires ne soient trop aisément bafoués.

La distinction entre les assemblées ordinaires et les assemblées extraordinaires permettait donc de mettre à part les décisions revêtant une grande importance. Il convient, dès à présent, d'étudier l'homologation judiciaire, mesure qu'il serait également opportun de réinsérer dans la législation actuelle.

## ***§ 2. L'indispensable homologation judiciaire de la décision de l'assemblée***

Le décret-loi du 30 octobre 1935 prévoyait dans son article 24 que les délibérations prises en vertu de l'article 20 devaient pour être valables être homologuées par l'autorité judiciaire et plus précisément par le tribunal civil statuant en chambre du conseil. Ces résolutions ne liaient donc pas la minorité de plein droit. Cette homologation a aujourd'hui été supprimée.

Ce régime d'homologation s'appliquait aux délibérations qui mettaient le plus en péril le droit des obligataires. On peut citer comme exemple la prorogation du paiement des intérêts, la modification des modalités d'amortissement ou encore l'abandon total ou partiel de garanties...

Cette homologation devait être demandée dans la quinzaine suivant l'assemblée, soit par la société débitrice, soit par le représentant de la masse. En cas de carence de ces derniers, un nouveau délai de quinze jours était ouvert aux obligataires.

Ce système de contrôle judiciaire était destiné à prévenir les fraudes ou les abus. Le juge devait invalider les délibérations si elles avaient été votées par une majorité complaisante ou si elles constituaient des mesures préjudiciant aux véritables intérêts des obligataires. Cependant, il est évident que les votes négatifs n'avaient pas à être homologués puisqu'aucun préjudice ne pouvait en résulter.

En cas d'homologation, la société était tenue de fournir au tribunal toutes les explications et justifications que ce dernier estimait utiles de lui demander. Le rôle du tribunal ne devait pas se limiter à vérifier la régularité et la légalité des délibérations des assemblées. Le tribunal allait donc jusqu'à apprécier l'opportunité et la valeur pratique de la décision prise par l'assemblée des obligataires, rechercher si la délibération était conforme aux intérêts des obligataires, étudier si elles étaient nécessaires, eu égard à la situation financière de la société. Il procédait à un contrôle de légalité ainsi qu'à un contrôle d'opportunité.

Le recours à l'homologation constituait donc un moyen efficace de protection des droits des obligataires, puisqu'en cas d'illégalité de la décision, celle-ci était entachée de nullité. Aujourd'hui encore, l'homologation permettrait de contrer une partie des abus de majorité. Il paraît donc regrettable que le législateur ait enlevé cette mesure applicable aux obligataires. Il serait souhaitable de réinsérer cette disposition dans le droit positif.

## CONCLUSION

Le réaménagement des dettes obligataires par un émetteur est donc un procédé qui tend à se développer. Ces dernières années, de nombreuses sociétés ont émis des emprunts obligataires auxquels elles ont aujourd'hui des difficultés à faire face en raison de la lourde charge que ces derniers représentent. Comme nous l'avons vu le réaménagement, qui peut prendre la forme soit d'un rachat en bourse, soit d'une modification de l'emprunt obligataire, permet à la société d'alléger sa dette. Concernant le rachat en bourse, il offre la possibilité à la société d'économiser les intérêts de l'emprunt ainsi que d'écourter celui-ci. La société a intérêt, pour que cette technique soit utile, de racheter l'obligation à un faible cours de bourse. A cet effet, les sociétés ont tendance, aujourd'hui, à s'arranger pour diffuser des avis négatifs à leurs égards afin que le cours de bourse de leurs obligations baisse et qu'elles puissent ainsi les racheter à bas prix. Concernant la modification du contrat d'émission, elle est certes intéressante pour la société puisqu'elle lui permet d'échelonner sa dette sur un plus grand nombre d'années, de réduire le taux d'intérêts des obligations...mais elle présente tout de même des inconvénients dans la mesure où la société est toujours liée à l'emprunt. Dans ces procédés les droits des obligataires sont malheureusement bien souvent bafoués et cela notamment en raison de la dure loi de la majorité qui sévit au sein de l'assemblée des obligataires. Le législateur a donc mis en place des dispositions de protection des obligataires. En effet, des limitations à la modification du contrat d'émission initiale ainsi qu'au rachat en bourse sont prévues par l'article L 228-68 du Code de commerce. Il est interdit d'accroître les charges des obligataires ainsi que de rompre l'égalité entre eux. De plus, l'abus de majorité trouve aussi une place dans le droit applicable au sein des assemblées d'obligataires.

Ces diverses protections sont cependant insuffisantes et sont bien souvent contournées. C'est pourquoi il est nécessaire d'attirer l'attention de la Chancellerie sur des protections efficaces qui étaient applicables sous l'empire du décret-loi du 30 octobre 1935 à savoir : la distinction entre assemblée ordinaire et assemblée extraordinaire ainsi que l'homologation judiciaire de la décision prise en assemblée. Celle-ci doit rapidement agir avant que les investisseurs ne s'orientent vers d'autres produits moins « *risqués* » que les obligations.

# **BIBLIOGRAPHIE**

## **I. OUVRAGES GENERAUX**

BOUERE (J.-P.) :

- *Titres et emprunts obligataires*, Tome 1, Banque éditeur, 1998.

BOUGNOUX (A.) :

- *Droits, devoirs et protection des obligataires*, édition du Juris-classeur, fascicule 1895.
- *Masse des obligataires*, édition du Juris-classeur, fascicule 1900.

CAUSSE (H.) :

- *Les titres négociables*, Litec, 1993.

CORNU (G.) :

- *Vocabulaire juridique*, Association Henri Capitant, édition PUF.

DUBOIS (C.) :

- *Dictionnaire en deux volumes*, tome 2, Larousse.

GUYON (Y.) :

- *Droit des affaires*, Tome 1, Droit commercial général et sociétés, 12<sup>ème</sup> édition.

JUGLAR de (M.) et IPPOLITO (B.) :

- *Les sociétés commerciales*, Volume 2, 10<sup>ème</sup> édition.

LE CANNU (P.) :

- *Droit des sociétés*, édition Montchrestien.

MERCADAL (B.) et JANIN (Ph.) :

- *Mémento pratique Francis Lefebvre*, Droit des affaires, Sociétés Commerciales, édition Francis Lefebvre, 2004.

MORTIER (R.) :

- *Le rachat par une société de ses droits sociaux*, Dalloz 2003.

PEZARD (A.) :

- *Généralités. Emission. Souscription*, édition du Juris-Classeur, fascicule 1870.
- *Garanties et droits susceptibles d'être conférés aux obligataires*, édition du Juris-Classeur, fascicule 1880.
- *Remboursement des obligations*, édition du Juris-Classeur, fascicule 1890.

RIPERT (G.) et ROBLOT (R.) :

- *Traité de droit commercial*, Tome 1 Volume 2, Les sociétés commerciales, 18<sup>ème</sup> édition, LGDJ.

SCHMIDT (D.) :

- *Les conflits d'intérêts dans les sociétés anonymes*, Joly éditions 2004.

THAITHE (A.-G.) et SICHEL (R.) :

- *Obligation ordinaire, obligations convertibles ou échangeables : régime juridique et fiscale*, Joly éditions, 1975.

VILLENEUVE de (J.-F.) :

- *Le dictionnaire technique de la bourse et des marchés financiers*, édition Soficom, 2000-2001.

## II. OUVRAGES SPECIAUX

ANDRIEUX (P.) :

- *L'évolution du statut des obligataires*, thèse Paris, 1960.

AZENCOT (F.) :

- *La protection des porteurs d'obligations d'après le Décret-loi du 30 octobre 1935*, thèse Paris, 1938.

BENHAÏM (S.) :

- *Emprunt obligataire et procédure collective*, thèse Paris, 1999.

COPPENS (P.) :

- *L'abus de majorité dans les sociétés anonymes*, thèse Paris, 1947.

CORDONNIER (P.) :

- *Le nouveau régimes des obligataires ou porteurs de titres d'emprunts*, Sirey, 1936.

DEMOGUE (J.) :

- *La protection des obligataires*, thèse Paris, 1937.

GJIDARA (S.) :

- *L'endettement et le droit privé*, LGDJ, thèse Paris.

HUREAU (G.) :

- *Les pouvoirs des assemblées d'obligataires*, thèse Paris, 1948.

KREHER (J.) :

- *La défense des obligataires*, thèse Lyon, 1938.

MOULIN (P.) :

- *Le rachat par une société de ses propres titres*, thèse Paris, 1931.

PEIGNELIN (A.-S.) :

- *L'achat par une société de ses propres titres*, thèse Paris, 2002.

REYGROBELLET (A.) :

- *La notion de valeurs mobilières*, thèse Paris, 1995.

### III. ARTICLES ET ETUDES

BARBIERI (J.-F.) :

- *Associés et obligataires d'une société « faillie »*, Rev. proc. coll. 1991, p. 153.

CHARVERIAT (A.) :

- *L'étendue des pouvoirs des représentants de la masse des obligataires*, option finance, n° 712, 18 novembre 2002, p. 35.

CLERMONT (P.) et PERICARD (A.) :

- *Les enjeux de la refonte de la dette obligataire*, les échos, 29 octobre 2003.

COHENDY (G.) :

- *Faut-il réglementer légalement les groupements d'obligataires ?*, Revue des sociétés, juin 1930, p. 233.

CONTENOT (G.) :

- *Etude de quelques questions relatives aux droits d'obligataires d'un même emprunt*, Rev. des sociétés, janvier 1938, p. 1.

GERMAIN (M.) :

- *L'intérêt commun des actionnaires*, JCP éd. E, suppl. n°4/1996, p. 13.

GUYENOT (J.) :

- *Le remboursement des emprunts obligataires*, les petites affiches, 13 janvier 1982, n°6, p. 8.

HASSLER (Th.) :

- *L'intérêt commun*, RTDcom. 1984, p. 581.

LE CANNU (P.) :

- *Obligations remboursables en actions : les enseignements de l'arrêt Métrologie International*, Bull. Joly Bourse et produits financiers, juillet-août 1995, p. 260.

LIENHARD (A.) :

- *Les assouplissements du régime de la SàRL (ordonnance du 25 mars 2004)*, D. 2004, p. 930.

MOLIERAC (J.) :

- *Au sujet des pouvoirs des assemblées d'obligataires*, Rev. des sociétés, juillet-août-septembre 1938, p. 261.

MOTTE (M.) :

- *Une masse d'obligations convertibles à refinancer*, le figaro économie, jeudi 20 février 2003, p. 4.

NICOD (C.) :

- *L'action en justice pour la défense des intérêts communs des obligataires*, Revue des sociétés, juillet-septembre 2000, p. 491.

PELTIER (F.) :

- *La nature juridique des obligations remboursables en actions*, JCP éd. E, 1992, n°25, p. 281.

REIGNE (P.) et AMOROS (J.-P.) :

- *Emprunt obligataire et plan de continuation de l'émetteur*, Bull. Joly Bourse et produits financiers, janvier-février 2001, §2, p. 7.

## JURISPRUDENCES

BESSON :

- Cass. Civ., 9 février 1937 : *DP* 1937, 1, p. 73.

BONNEAU (Th.) :

- CA Versailles, 12<sup>ème</sup> ch., 1<sup>ère</sup> section, 17 novembre 1994, *Bull. Joly Bourse et produits financiers*, janvier-février 1995, p. 37.

CAUSSE (H.) :

- CA Paris, 26 avril 1990 : *JCP* éd. E, 1991, II, n° 175.

COURET (A.) :

- Cass.com., 15 juin 1999 : *Bull. Joly Bourse et produits financiers*, 1999, §96-97, p. 505.

DIDIER (P.) :

- Cass.com., 13 juin 1995 : *Rev.sociétés* 1995, p. 736.

ESCARRA :

- CA de Besançon, 11 décembre 1926, *Dalloz*, 1928.2.57.

GUYON (Y.) :

- Cass.com., 13 juin 1995, II, 22522.

- Cass.com., 15 juin 1999 : *Rev.sociétés*, 3/99, p.640.

HOUIN :

- Cass.com., 7 mars 1967 : *RTDcom.* 1967, p. 803.

JEANTIN (M.) :

- CA Paris, 26 avril 1990 : *Bull. Joly*, 1990, p. 536, § 141.

LE CANNU (P.) :

- CA Paris, 26 avril 1990, *Rev.sociétés*, 1990, p. 425.

- CA Paris, 15<sup>ème</sup> ch. A, 3 septembre : *Bull. Joly Bourse et produits financiers*, 1997, p. 29, § 6.

MERLE (Ph.) :

- Cass.com., 15 juin 1999 : *Bull. Joly*, 1999, § 216, p. 915.

PELTIER (F.) :

- T.com. Nanterre 1<sup>ère</sup> ch., 13 septembre 1994 : *Bull. Joly Bourse et produits financiers*, novembre-décembre 1994, p. 590, § 117.

PIEDELIEVRE (S.) :

- Cass.civ., 28 mars 2000 : *D.*, 8 juin 2000, n° 22, p.482.

REINHARD (Y.) :

- Cass.com., 15 juin 1999 : *RTDcom.*, 4/99, p. 904.

SAINTE-ROSE (J.):

- Cass.civ., 28 mars 2000 : *JCPG*, 26 avril 2000, n° 17, p. 753.

SCHMIDT (D.) :

- CA Paris, 26 avril 1990 : *RJ com.* 1990, p. 253.

VIANDIER (A.) :

- Cass.com., 15 juin 1999 : *JCP éd. E*, 1999, p. 1488.

## TABLE DES MATIERES

|                                                                                                                      |           |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>PRINCIPALES ABRÉVIATIONS .....</b>                                                                                | <b>2</b>  |
| <b>SOMMAIRE .....</b>                                                                                                | <b>3</b>  |
| <b>INTRODUCTION .....</b>                                                                                            | <b>4</b>  |
| <b>TITRE 1. LES TECHNIQUES DE RÉAMÉNAGEMENT DE LA DETTE OBLIGATAIRE PAR SON ÉMETTEUR .....</b>                       | <b>11</b> |
| <i>Chapitre 1. Le rachat d'obligations .....</i>                                                                     | <i>12</i> |
| Section 1. Les modalités du rachat d'obligations .....                                                               | 12        |
| §1. Généralités sur le rachat .....                                                                                  | 13        |
| § 2. L'information à fournir au public.....                                                                          | 14        |
| Section 2. Le déroulement et les effets de l'opération de rachat d'obligations.....                                  | 15        |
| § 1. Déroulement de l'opération.....                                                                                 | 15        |
| A. Le rachat, une cession de créance.....                                                                            | 16        |
| B. La confusion de la qualité de débiteur et de créancier.....                                                       | 16        |
| § 2. Effets de l'opération de rachat.....                                                                            | 17        |
| A. Sur le tableau d'amortissement.....                                                                               | 17        |
| B. Sur la dette de la société .....                                                                                  | 18        |
| <i>Chapitre 2. La modification du contrat d'émission.....</i>                                                        | <i>20</i> |
| Section 1. Le nécessaire regroupement des obligataires en une masse pour la modification du contrat d'émission ..... | 21        |
| § 1. Utilité et composition de la masse.....                                                                         | 21        |
| A. Généralités sur la masse des obligataires.....                                                                    | 22        |
| 1. Evolution et constitution de la masse .....                                                                       | 22        |
| a. L'évolution de la masse.....                                                                                      | 22        |
| b. Constitution de la masse.....                                                                                     | 25        |
| 2. Utilité de la masse des obligataires .....                                                                        | 27        |
| a. En raison de la pluralité de souscripteurs .....                                                                  | 27        |
| b. En raison de la communauté d'intérêt.....                                                                         | 29        |
| B. La composition de la masse .....                                                                                  | 31        |
| 1. Les personnes autorisées .....                                                                                    | 31        |
| a. Les personnes ayant la seule qualité d'obligataire .....                                                          | 32        |
| b. Les personnes ayant d'autres liens avec l'émetteur que celui d'obligataire.....                                   | 33        |
| α. Les actionnaires.....                                                                                             | 33        |
| β. Les personnes investies d'un mandat social.....                                                                   | 33        |
| 2. Les personnes exclues .....                                                                                       | 34        |
| a. Les personnes exclues en toutes circonstances .....                                                               | 35        |
| b. Les personnes exclues de représentation.....                                                                      | 36        |
| § 2. Les pouvoirs de la masse .....                                                                                  | 37        |
| A. Les pouvoirs conférés par l'article L 228-65 du Code commerce.....                                                | 37        |
| B. Loi de la majorité au sein de la masse .....                                                                      | 39        |
| Section 2. L'intérêt du changement des modalités du contrat d'émission .....                                         | 40        |
| § 1. Analyse du contrat d'émission .....                                                                             | 40        |
| A. Nature du contrat d'émission.....                                                                                 | 41        |
| B. Contenu du contrat d'émission .....                                                                               | 42        |
| § 2. Les modifications pertinentes pour restructurer la dette de l'émetteur .....                                    | 42        |

|                                                                                         |           |
|-----------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| A. Les modifications à opérer.....                                                      | 43        |
| B. Les intérêts du changement : l'exemple d'une société .....                           | 45        |
| <b>TITRE 2. LES LIMITES AU RÉAMÉNAGEMENT DE LA DETTE OBLIGATAIRE PAR SON</b>            |           |
| <b>ÉMETTEUR .....</b>                                                                   | <b>48</b> |
| <i>Chapitre 1. Les limites posées par l'article L 228-68 du Code de commerce .....</i>  | <i>49</i> |
| Section 1. L'interdiction d'accroître les charges des obligataires .....                | 49        |
| § 1. La notion d'accroissement des charges .....                                        | 50        |
| A. Une notion floue .....                                                               | 50        |
| B. Le rapprochement avec d'autres dispositions .....                                    | 51        |
| 1. L'article 21 du décret-loi de 1935 .....                                             | 51        |
| 2. L'article L 225-96 relatif aux actionnaires .....                                    | 52        |
| § 2. Sanctions de la prohibition légale.....                                            | 53        |
| Section 2. L'interdiction de rompre l'égalité entre les obligataires .....              | 53        |
| § 1. Concernant le rachat d'obligations .....                                           | 53        |
| § 2. Concernant la modification du contrat d'émission.....                              | 54        |
| <i>Chapitre 2. L'abus de majorité .....</i>                                             | <i>55</i> |
| Section 1. L'application de la théorie de l'abus de majorité .....                      | 56        |
| § 1. Définition de l'abus de majorité .....                                             | 57        |
| A. Critère de l'abus.....                                                               | 57        |
| B. Application aux assemblées d'obligataires .....                                      | 58        |
| 1. Cas jurisprudentiels .....                                                           | 58        |
| 2. Exemple d'une société.....                                                           | 60        |
| § 2. Sanctions de l'abus de majorité .....                                              | 61        |
| A. Les personnes pouvant agir .....                                                     | 61        |
| B. La sanction proprement dite.....                                                     | 62        |
| Section 2. La prévention des abus : le retour souhaitable aux situations prévues par le |           |
| décret-loi du 30 octobre 1935.....                                                      | 63        |
| § 1. Le retour souhaité à la distinction entre assemblée ordinaire et assemblée         |           |
| extraordinaire.....                                                                     | 63        |
| § 2. L'indispensable homologation judiciaire de la décision de l'assemblée.....         | 65        |
| <b>CONCLUSION .....</b>                                                                 | <b>66</b> |
| <b>BIBLIOGRAPHIE .....</b>                                                              | <b>67</b> |
| <b>TABLE DES MATIERES .....</b>                                                         | <b>72</b> |