

## Résumé de la thèse

*La thèse de doctorat présentée au prix Cyrille Bialkiewicz 2023 est intitulée « les droits des obligataires confrontés à la procédure collective de l'émetteur ». Rédigée sous la direction du professeur François-Xavier Lucas, elle a été soutenue le 14 décembre 2022, devant un jury composé des professeurs Hervé Le Nabasque, François-Xavier Lucas (directeur), Michel Menjucq, Françoise Pérochon (rapporteur) et Stéphane Torck (rapporteur) et a fait l'objet d'une publication aux éditions LGDJ, le 4 avril 2023.*

**1. Emergence de la notion de « masse dans la masse ».** Le droit de la faillite et le droit des obligataires ont ceci en commun qu'ils substituent « une logique collective à une logique individuelle »<sup>1</sup> se traduisant par le regroupement d'un ensemble de créanciers face à un débiteur unique et l'absorption de leurs prérogatives individuelles au profit d'un intérêt jugé supérieur. Le législateur du décret-loi de 1935<sup>2</sup>, jouant de cette analogie, en a tiré la notion de « masse des obligataires », référence explicite à la notion de « masse des créanciers » alors connue du droit de la faillite. De là cette intuition de « masse dans la masse », conséquence du principe de permanence de la masse à l'ouverture de la procédure collective de l'émetteur posé par les articles L. 228-83 et L. 228-88 du Code de commerce. Cette notion fondamentale irrigue l'ensemble des droits des obligataires confrontés à la procédure collective de l'émetteur, de la déclaration de leur créance jusqu'à l'arrêté du plan.

En ce qu'il est partie d'un tout, l'obligataire n'est pas un créancier ordinaire. Il ne répond pas à la même logique que celle guidant le sort des autres créanciers de l'émetteur failli. L'analyse des mécanismes à l'œuvre permet de mettre en lumière cette singularité qui se révèle par touches aux différentes étapes de la procédure collective, jusqu'à fonder un véritable régime propre auquel l'actualité confère un nouvel éclairage. C'est cette intuition qu'il convient d'explorer pour tenter de dégager des règles générales, relatives tant à la soumission de l'obligataire à la discipline collective (I), qu'à son traitement de le cadre du plan (II).

### I. LA SOUMISSION DE L'OBLIGATAIRE A LA DISCIPLINE COLLECTIVE

**2. Plan.** À l'ouverture d'une procédure collective au profit de l'émetteur et hors les cas où le contrat d'émission aménage le régime de la représentation collective dans les conditions prévues à l'article L. 213-6-3 du Code monétaire et financier, l'obligataire se trouve soumis à une double contrainte. Celle de la discipline collective, d'abord, qui implique que toute action tendant à la préservation et la reconstitution du gage commun des créanciers relève de la compétence exclusive du « représentant des créanciers », puis, celle de la masse, ensuite, qui suppose une absorption des prérogatives des obligataires par le représentant de la masse, chaque fois qu'est concernée la défense de leurs intérêts communs. Cette superposition des compétences, que recouvre la notion de « masse dans la masse », mérite que l'on s'y arrête, notamment lorsqu'elle s'exprime dans la restriction du droit de l'obligataire à agir en justice (A) et dans son corollaire qu'est l'obligation de déclarer la créance résultant de l'émission (B).

#### A. LA RESTRICTION DU DROIT DE L'OBLIGATAIRE A AGIR EN JUSTICE

**3. Le monopole du représentant de la masse.** Premier échelon de la notion de « masse dans la masse », le monopole du représentant de la masse est affirmé par l'article L. 228-54 du Code de commerce aux termes duquel « les représentants de la masse, dûment autorisés par l'assemblée générale des obligataires, ont seuls qualité pour engager, au nom de ceux-ci, les actions en nullité de la société ou des actes et délibérations postérieurs à sa constitution, ainsi que toutes autres actions en justice ayant pour objet la défense des intérêts communs des obligataires ». Principalement développée en vue de limiter les actions individuelles et simplifier les rapports entre obligataires et émetteur, la notion d'intérêts communs des obligataires n'en est pas moins dépourvue de toute justification théorique. Elle suppose une identité d'objet, caractérisée par la souscription à un même emprunt. L'entreprise qui décide de recourir à un financement obligataire procède par voie d'émission unique, lançant un emprunt global qui n'est fractionné que pour les besoins de la souscription. L'emprunt, qui revêt un caractère clairement collectif, n'en forme pas moins, aux yeux de la société débitrice, un « tout impartageable ». Il représente une dette unique et ce en dépit de la multitude de titres émis en contrepartie des souscriptions. L'existence d'intérêts communs trouve ainsi sa source dans l'unité de l'emprunt obligataire, conférant à chacun des souscripteurs des droits identiques.

Le droit exclusif d'agir en justice du représentant de la masse s'exerce sous le contrôle de l'assemblée générale des obligataires, laquelle autorise toute action en justice après en avoir vérifié l'opportunité. Ce régime protecteur est efficace lorsqu'il s'agit d'encadrer la mission d'un représentant de la masse diligent, mais moins efficace en cas de défaillance de ce dernier. La révocation du représentant implique pour les petits porteurs des délais dont les

<sup>1</sup> LUCAS F.-X., Manuel de droit de la faillite, PUF, 4<sup>e</sup> éd., 2022, spéc. n° 243.

<sup>2</sup> Décret-Loi du 30 octobre 1935 relatif à la protection des obligataires, J.O. 4 nov. 1935.

investisseurs institutionnels peuvent s'affranchir en profitant d'un aménagement du contrat d'émission. Une fois obtenue, cette révocation pourra permettre la désignation aux fonctions de représentant de la masse d'une association de défense des investisseurs, offrant à l'action en justice une visibilité médiatique et un gage d'efficacité importants. L'action en responsabilité civile contre le représentant démis de ses fonctions ne pourra être exercée qu'après révocation de ce dernier, dès lors que l'action, intéressant les intérêts communs des obligataires, relève du monopole du représentant de la masse. On voit bien là le chemin semé d'embûches ouvert aux petits porteurs, que l'ordonnance du 10 mai 2017 entendait paradoxalement protéger en leur appliquant automatiquement et sans exception le « parapluie légal hérité du passé »<sup>3</sup>.

En dépit de ces imperfections, la masse des obligataires offre à ces derniers des moyens de défense qui ont fait leurs preuves. L'absorption des prérogatives processuelles des obligataires permet de lutter contre le syndrome du cavalier solitaire. Le regroupement des demandes encourage l'action en justice, qu'un obligataire serait réticent à mener seul. La concentration du droit d'agir sur la tête du représentant de la masse assure le maintien de droits identiques au sein de la masse, en supprimant le risque de décisions divergentes ou contradictoires. La neutralisation corrélative du droit d'agir qu'emporte le monopole du représentant de la masse ne s'étend pas aux actions personnelles des obligataires, qui demeurent ainsi libres d'agir en justice chaque fois qu'ils peuvent justifier d'un intérêt distinct des intérêts communs aux obligataires. L'absorption des prérogatives processuelles de l'obligataire n'est pas totale, mais elle restreint considérablement l'action de l'obligataire. Loin d'être iniques, ces règles trouvent leur justification dans la préservation d'un équilibre des forces, que l'ouverture d'une procédure collective vient remettre en cause.

**4. Le monopole du mandataire judiciaire.** Dans la rigueur des principes, l'action en justice de l'obligataire est, à l'ouverture de la procédure collective, fortement limitée. La protection et la reconstitution du gage commun des créanciers, domaine réservé du mandataire judiciaire, justifie l'absorption des intérêts des obligataires dans l'intérêt collectif des créanciers. C'est là la principale manifestation de la notion de « masse dans la masse ». L'intérêt collectif des créanciers englobe ainsi nécessairement les intérêts communs des obligataires, sans pour autant que tous les intérêts communs des obligataires relèvent de l'intérêt collectif des créanciers. Le monopole du mandataire judiciaire cesse dès lors que l'action tend à la réparation d'un préjudice personnel, distinct du préjudice collectif des créanciers de l'émetteur. Le représentant de la masse se voit alors confier l'exercice des actions pour la défense des intérêts trouvant leur origine dans la créance aliquote résultant de l'émission obligataire. Ce n'est que s'il peut démontrer l'existence d'un préjudice personnel, distinct des intérêts communs des obligataires de la masse que l'obligataire recouvre alors son droit d'agir. À cet égard, la définition de l'intérêt collectif posée par la Cour de cassation le 2 juin 2015<sup>4</sup> ne vient pas révolutionner la pratique des tribunaux qui avaient déjà pu accueillir par le passé, et à plusieurs reprises, l'action du représentant de la masse à l'encontre de tiers ayant causé un préjudice commun aux obligataires. Les obligataires, partenaires privilégiés de l'émetteur, auraient ainsi tracé la voie de l'élargissement du domaine des préjudices individuels distincts de l'intérêt collectif.

## B. LA DECLARATION DE LA CREANCE OBLIGATAIRE ENTRE LES MAINS DU MANDATAIRE JUDICIAIRE

**5. L'objet de la déclaration.** L'originalité du régime auquel est soumis l'obligataire, démontrée au stade de la restriction de son droit d'agir en justice, se manifeste également au stade de la déclaration de sa créance et des sûretés qui y sont attachées. Si l'existence d'une créance monétaire, objet de la déclaration pour les titres obligataires, ne fait aucun doute, la nature juridique du contrat à l'origine de ce lien de droit reste non définie. La diversification du titre, entreprise dès le début de la seconde moitié du XX<sup>e</sup> siècle, a modifié la nature juridique de la créance résultant d'une émission obligataire, mettant fin à son assimilation systématique au régime du prêt de consommation. L'autonomisation progressive du régime applicable aux obligations s'est cependant opérée en faveur des obligataires, lesquels continuent de bénéficier du régime de protection offert par les articles L. 228-38 et suivants du Code de commerce en dépit de la disparition des éléments essentiels du prêt. À défaut d'être nécessairement un titre d'emprunt, l'obligation matérialise l'existence d'une créance aliquote qui ne naît pas de la remise des sommes prêtées mais de l'échange des consentements, matérialisé par l'acte positif de souscription. Dès lors que cet acte de souscription est antérieur à l'ouverture de la procédure collective, la créance doit être déclarée entre les mains du mandataire judiciaire. Se pose alors la question de l'auteur de cette déclaration, dont on découvre qu'il n'est pas nécessairement le représentant de la masse.

**6. L'auteur de la déclaration.** En dépit du monopole proclamé par l'article L. 228-84 du Code de commerce, une multitude de potentiels déclarants peuvent se voir reconnaître la qualité pour déclarer la créance résultant d'une émission obligataire, ce qui n'est que la traduction de la mutation du financement obligataire. En la matière, on assiste à une bipolarisation du régime, fonction des souscripteurs à l'émission. Les investisseurs institutionnels sont les principales cibles de la souplesse apportée au régime obligataire par l'ordonnance du 10 mai 2017. La rationalisation des montages de financement peut ainsi aboutir à ce que la déclaration soit effectuée par un agent

<sup>3</sup> LE NABASQUE H., Le déclin annoncé de la masse des obligataires, RDBF 2017, repère 3.

<sup>4</sup> Cass. com., 2 juin 2015, n° 13-24.714, Bull. civ., n° 546

des sûretés, un mandataire, voire par les obligataires eux-mêmes, s'ils décident de se dispenser de la faculté qui leur est offerte par l'article L. 213-6-3, IV du Code monétaire et financier de désigner un mandataire chargé de les représenter lorsque l'émetteur fait l'objet d'une procédure collective. À l'opposé du spectre, les petits porteurs restent soumis au régime de la masse imposant la déclaration de la créance par le représentant de la masse. Leurs intérêts sont préservés en limitant les risques de rejet de la créance. L'internationalisation des émissions obligataires s'est par ailleurs accompagnée d'une reconnaissance directe de mécanismes inconnus du droit français, tels le *trust* et la *parallel debt*, permettant d'accueillir dans la procédure française des créanciers étrangers sans leur faire courir « le risque de non-admission pour cause de disqualification et requalification au regard du droit français » du représentant qu'ils ont investi. Le régime de protection offert aux obligataires, modulable selon la nature de l'émission et le droit qui y est applicable, s'adapte ainsi indirectement aux acteurs qu'il a vocation à protéger.

De toute ce qui précède émerge une idée maîtresse : l'existence de la masse préserve les obligataires de la rigueur de la discipline collective. Elle ressort grandie de cette confrontation. La « masse dans la masse » n'est ainsi pas le choc des titans que l'on avait pu anticiper, tout au plus est-elle un révélateur de la singularité de la créance obligataire, qui s'exprime avec une plus grande acuité lorsque son remboursement est menacé.

## II. LE TRAITEMENT DE L'OBLIGATAIRE DANS LE CADRE DU PLAN

**7. Plan.** Le caractère collectif de l'emprunt obligataire et l'identité des droits en résultant s'opposent à ce qu'un obligataire puisse consentir au profit de l'émetteur des sacrifices individuels, indépendamment du reste des obligataires relevant de la même masse. L'aménagement de ces droits implique nécessairement la consultation de la collectivité des obligataires. Ce principe fondamental, né de la confrontation des droits des obligataires aux difficultés de l'émetteur, trouve naturellement son plein effet dans le cadre de la procédure collective, qui « ne met pas fin au fonctionnement et au rôle de l'assemblée générale des obligataires ». Sa portée diffère cependant selon que la consultation des créanciers est individuelle (**A**) ou collective (**B**).

### A - LE TRAITEMENT DES DROITS DE L'OBLIGATAIRE DANS LE CADRE DE LA CONSULTATION INDIVIDUELLE DES CREANCIERS

**8. L'assemblée générale des obligataires.** À défaut de constitution de classes de parties affectées, l'aménagement des droits des obligataires dans le cadre de l'élaboration du plan de sauvegarde ou de redressement par voie de continuation relève essentiellement des dispositions du droit des sociétés régissant l'emprunt obligataire. Les propositions de règlement sont préalablement soumises au vote de l'assemblée générale des obligataires, réunie dans les conditions du Titre II du Livre II du Code de commerce, avant d'être arrêtées par le tribunal de la procédure collective. La permanence de la masse est affirmée et avec elle son lot de règles contraignantes - immiscibilité des masses, nominalisme monétaire, loi majoritaire, égalité des droits - qui s'imposent de façon indifférente à tout type d'obligation, avec ou sans accès à terme au capital.

Afin d'éviter que les obligataires minoritaires ne soient contraints à des concessions trop importantes, le législateur s'est attaché à distinguer, dans le régime général, les résolutions pouvant relever de l'assemblée générale, soumises à la loi de la majorité, de celles relevant des droits individuels des obligataires, ne pouvant être acceptées par ces derniers qu'à l'unanimité. Depuis 1935, l'articulation de ces dispositions fait naître de nombreuses interrogations, au nombre desquelles figure la possibilité pour l'assemblée générale de concéder, à une majorité qualifiée, des remises voire des abandons en principal et intérêts. Ces incertitudes persistent à l'ouverture d'une procédure collective où l'assemblée générale des obligataires, consultée sur les propositions de règlement contenues dans le plan en application du principe de permanence de la masse, conserve les prérogatives qui lui sont conférées par le droit commun. L'assemblée générale continue ainsi à se prononcer à la majorité qualifiée sur tout délai de règlement qui lui serait soumis, étant précisé alors que toute conversion des obligations en titres donnant ou pouvant donner accès au capital devra nécessairement être autorisée par l'intégralité des obligataires d'une même masse. La possibilité d'autoriser des remises ou abandons en principal et intérêts demeure, elle, discutable. Si nous affirmons que les textes ouvrent cette faculté à l'assemblée générale des obligataires, la jurisprudence récente reste muette sur la possibilité d'imposer de telles concessions aux minoritaires dissidents, démontrant la réticence de la pratique à se risquer sur ce terrain.

**9. L'arrêté du plan par le tribunal.** À la contrainte de la masse succède celle de la procédure collective et avec elle la nécessité de distinguer selon que l'obligataire est ou non majoritaire au sein de la masse dont il relève. Dans le cadre de la consultation individuelle des créanciers, l'obligataire majoritaire est traité de la même manière que n'importe quel autre créancier consentant ou récalcitrant : à défaut d'avoir accepté les propositions de l'émetteur, il ne peut se voir imposer par le tribunal que des délais uniformes ne pouvant dépasser dix ans mais ni remise ni conversion. Il en va différemment de l'obligataire minoritaire qui, soluble dans la masse, se voit dénier toute prise en compte de son opposition à la voix dominante. Soumis à la loi de la majorité, il est aux yeux du tribunal considéré comme ayant voté dans le sens des obligataires majoritaires. Dans le cadre d'un plan négocié,

l'obligataire refuse les éventuels délais et remises soumis à son vote, mais son poids relatif dans l'emprunt obligataire ne lui permet pas d'emporter l'adhésion de l'assemblée générale des obligataires, laquelle accepte à la majorité qualifiée les modalités de règlement de la créance. Son refus des propositions de délais et remises étant assimilé à un accord, il peut se voir imposer des délais supérieurs à dix ans, voire des remises et abandons selon la lecture plus ou moins restrictive que l'on peut donner de l'article L. 228-65 du Code de commerce. L'application du principe de permanence de la masse aboutit alors à lui imposer un traitement que même le droit des procédures collectives se refuse à faire subir aux créanciers individuels récalcitrants.

Si des remèdes ont pu être identifiés pour préserver *a minima* les intérêts des obligataires minoritaires, ces mesures de protection limitent considérablement les perspectives de redressement de l'émetteur. C'est particulièrement le cas lorsque son passif est quasi-exclusivement composé d'obligations. Les règles édictées par l'article L. 626-18 du Code de commerce conviennent à la majorité des plans adoptés en France, certains dossiers devraient cependant pouvoir bénéficier d'un régime adéquat prenant en considération la spécificité de l'endettement, notamment obligataire. C'est précisément cet impératif qui a guidé le législateur dans la transposition de la directive européenne du 20 juin 2019 introduisant en droit français les classes de parties affectées, après quinze années passées sous le règne de l'assemblée unique des obligataires.

## B- LE TRAITEMENT DES DROITS DE L'OBLIGATAIRE DANS LE CADRE DE LA CONSULTATION COLLECTIVE DES CREANCIERS

**10. L'assemblée unique des obligataires** - À l'inverse de la consultation individuelle des créanciers où le pouvoir coercitif s'exprime uniquement au stade de l'arrêté du plan par le tribunal, la loi de sauvegarde des entreprises a permis de déplacer la faculté d'imposer les modalités de traitement du passif de l'émetteur au stade de la consultation. Ce rapprochement de la situation des obligataires marquait un premier pas vers la restauration d'un équilibre dans le traitement de leurs droits. Conséquence directe de cette innovation, seul un projet de plan adopté par les comités de créanciers et l'assemblée unique des obligataires pouvait être soumis à l'examen du tribunal. A défaut, il n'était pas mis fin à la procédure mais une nouvelle consultation des créanciers, individuelle cette fois-ci, pouvait être engagée en vue d'imposer des délais uniformes – pour la durée du plan et donc jusqu'à dix ans - aux créanciers récalcitrants.

C'est essentiellement au stade des modalités de traitement que l'ancien article L. 626-32 du Code de commerce démontrait la plus grande efficacité, en déjouant les difficultés d'interprétation relatives aux concessions pouvant être imposées en assemblée générale des obligataires, puisque la possibilité d'imposer à la majorité des remises, abandons et conversion de créances obligataires en titres de capital était expressément affirmée. Cet élargissement considérable des modalités de traitement de la dette obligataire au stade de la consultation, allié au regroupement - contestable - des obligataires en une assemblée unique, consultée après les comités de créanciers, offrait aux obligataires une capacité de nuisance considérable. Relégués à un rôle passif, sans possibilité de participer à l'élaboration du plan ni d'en discuter les modalités, ces derniers n'avaient d'autre choix que de s'opposer au projet soumis à leur vote, jusqu'à provoquer un échec de la procédure de consultation des comités. De ce vice constitutif naissait un véritable droit de veto, réduisant les perspectives de redressement de l'émetteur. Les réformes successives de l'ancien article L. 626-32 du Code de commerce ont ainsi tenté de circonscrire ces effets pervers, sans néanmoins jamais réussir à instaurer une véritable correspondance entre pouvoir politique et pouvoir économique. L'ordonnance du 15 septembre 2021 a apporté de réelles améliorations à cet égard.

**11. Les classes de parties affectées.** Grande innovation de l'ordonnance du 15 septembre 2021, la soumission des obligataires et des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital au régime des classes de parties affectées entendait mettre fin au droit de veto qui leur était injustement conféré dans le cadre de la consultation des comités de créanciers. Cette tentative d'homogénéisation des modalités de consultation des créanciers de l'émetteur en difficulté s'est néanmoins traduite de façon très diverse selon les acteurs concernés.

**12. Le sort des porteurs d'obligations ordinaires au sein des classes de parties affectées.** Les porteurs d'obligations ordinaires, maladroitement intégrés à la notion de parties affectées, se voient traités comme des créanciers individuels qu'ils ne sont pas, déni explicite de la nature collective de l'émission dont ils tirent leurs droits. L'article R. 626-61 du Code de commerce fait ainsi abstraction de la masse légale ou contractuelle ainsi que de l'existence de son représentant. Si les critères posés par l'article L. 626-30, III du Code de commerce ont pu, de prime abord, susciter quelques espoirs quant à la résurgence de la masse, l'obligataire ne peut être assuré, par avance, de la répartition qui sera opérée par l'administrateur judiciaire en cas d'ouverture d'une procédure collective au profit de l'émetteur. L'existence de droits identiques entre les obligataires relevant d'une même masse ne préjuge pas de leur répartition au sein d'une même classe, ni partant, de leur traitement égal. Logiquement, les obligataires n'en devraient pas moins être consultés au sein d'une classe dédiée, présentant l'originalité de leur assurer une identité de traitement fondée sur une identité de droits. Ce n'est que dans des hypothèses bien spécifiques que l'administrateur judiciaire devrait faire le choix, nécessairement motivé, de scinder les masses d'obligataires dans le cadre de la consultation sur le projet de plan, voire de les regrouper avec des créanciers non-obligataires. Il ressort de ces textes que la notion de « communauté d'intérêt économique suffisante » autorise un

raffinement que les articles L. 228-38 et suivants du Code de commerce ne permettent pas de saisir. En imposant les principes d'immiscibilité des masses et d'égalité des droits des obligataires, ils assurent à ces derniers de voter avec leurs semblables, mais ils ne permettent pas d'envisager des situations plus complexes où, pour des raisons subjectives, les intérêts des obligataires d'une même masse divergent au point de ne plus être communs. Mis entre de bonnes mains, l'article L. 626-30 du Code de commerce permet de prendre en compte des nuances que le régime de droit commun des obligataires n'est pas en mesure d'appréhender. En ce sens, il est un gage de protection des intérêts des obligataires.

Le texte opère également une petite révolution en offrant désormais au tribunal la possibilité de passer outre l'opposition d'une ou plusieurs classes de parties affectées. Les obligataires n'échappent pas à ces règles. Jadis accusés de tous les maux lorsqu'au sein de l'assemblée unique des obligataires ils détenaient un pouvoir de nuisance sans rapport avec leur rang, les voici désormais soumis à la rigueur de l'application forcée interclasse. Comme tous les autres créanciers, c'est aujourd'hui à l'aune de leur rang qu'est déterminé le pouvoir des obligataires d'influer sur le plan. Le critère du meilleur intérêt leur assure de ne jamais être moins bien traités que dans un cadre liquidatif ou alternatif et le critère de la priorité absolue, d'être payés avant tous les créanciers de rangs inférieurs. Encore faut-il qu'ils soient titulaires d'une sûreté réelle efficace, dont l'assiette leur garantit des perspectives de recouvrement favorables. A défaut, les obligataires devraient en réalité se trouver dans un entre deux. Ni *senior*, en l'absence de sûreté réelle, ni totalement en dehors de la monnaie. C'est dans cette hypothèse que les recours portant tant sur la valorisation de l'entreprise que sur la composition des classes devraient se rencontrer. L'office du juge dans la détermination de la classe « pivot » qui doit approuver le plan sera déterminant, ce qui pose de façon plus générale la question de sa formation à ces considérations finalement plus économiques que purement juridiques.

**13. Sort des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital.** Une insuffisance peut être relevée au sujet du sort des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital, dont on suppose qu'elle résulte plus d'une erreur de plume que d'une volonté délibérée de leur conférer un statut particulier. Soustraits au régime de droit commun, ces derniers n'en restent pas moins soumis aux modalités de convocation et de vote de la masse, lesquelles sont préservées en vue d'assurer la légitimité des décisions adoptées par la classe dont ils ressortent. La classe des porteurs d'obligations donnant accès au capital, décalque de la masse, réplique ainsi les caractéristiques de l'assemblée générale des obligataires pour mieux pouvoir s'y substituer. La principale conséquence de cette lecture, et non des moindres, est l'application du principe d'immiscibilité des masses aux classes ainsi constituées, prohibant tout regroupement de ces obligataires au sein d'une seule et même classe. En les intégrant à la catégorie des détenteurs de capital, le législateur a par ailleurs conféré à ces obligataires la protection particulière instituée au bénéfice des actionnaires de la société débitrice, lesquels sont protégés comme des propriétaires dont l'expropriation doit être entourée de garanties particulières. De cette maladresse ressurgit le droit de veto que l'on avait cru voir disparaître. Ou comment le législateur est pris à son propre piège.

**14. Conclusion.** L'enseignement principal à tirer de cette étude est qu'aujourd'hui plus qu'hier le régime de protection des obligataires est rétif à toute forme de généralisation. Le décret-loi de 1935 avait pour lui l'avantage de la simplicité. La succession des réformes du régime des obligations et du droit des entreprises en difficulté a achevé d'en complexifier les tenants et les aboutissants. Tirer des règles générales de la confrontation de ces deux *corpus* de textes est impossible. C'est en réalité une approche multicritères, tenant à la taille de l'émetteur, au montant nominal de l'obligation, à l'éventuel octroi de sûretés réelles efficaces et à l'existence de droits d'accès à terme au capital, qu'il convient d'adopter pour tenter d'en cerner les différentes implications. Cette constatation traduit l'émergence d'une bipolarisation du financement obligataire : d'un côté, les petits opérateurs, contraints par le régime de la masse à imposer des délais à leurs partenaires financiers, peu important leur rang ou éventuelle subordination ; de l'autre, les gros émetteurs, auxquels sont offerts la souplesse contractuelle et le régime des classes de parties affectées adapté au traitement d'un passif obligataire structuré.

Si l'on est aujourd'hui certain que les petites opérations seront traitées dans le cadre d'une consultation individuelle et que les plus grosses seront soumises au régime des classes de parties affectées, il est des situations plus complexes à cerner. Ainsi, comment seront traitées les émissions par des ETI d'Euro PP « mixtes » où créanciers bancaires syndiqués et créanciers obligataires bénéficient d'un partage de sûretés ? Cette configuration milite pour l'application du régime des classes de parties affectées, particulièrement adapté à l'espèce, mais l'on craint que les seuils fixés soient trop élevés, notamment en ce qui concerne la possibilité de contraindre les détenteurs de capital dans un scénario d'application forcée interclasse. Cette situation devrait néanmoins évoluer à moyen terme, le régime étant voué à une généralisation progressive. Espérons que dans cette nouvelle réécriture des textes, le législateur favorise un outil souple et adaptable à toutes les configurations.